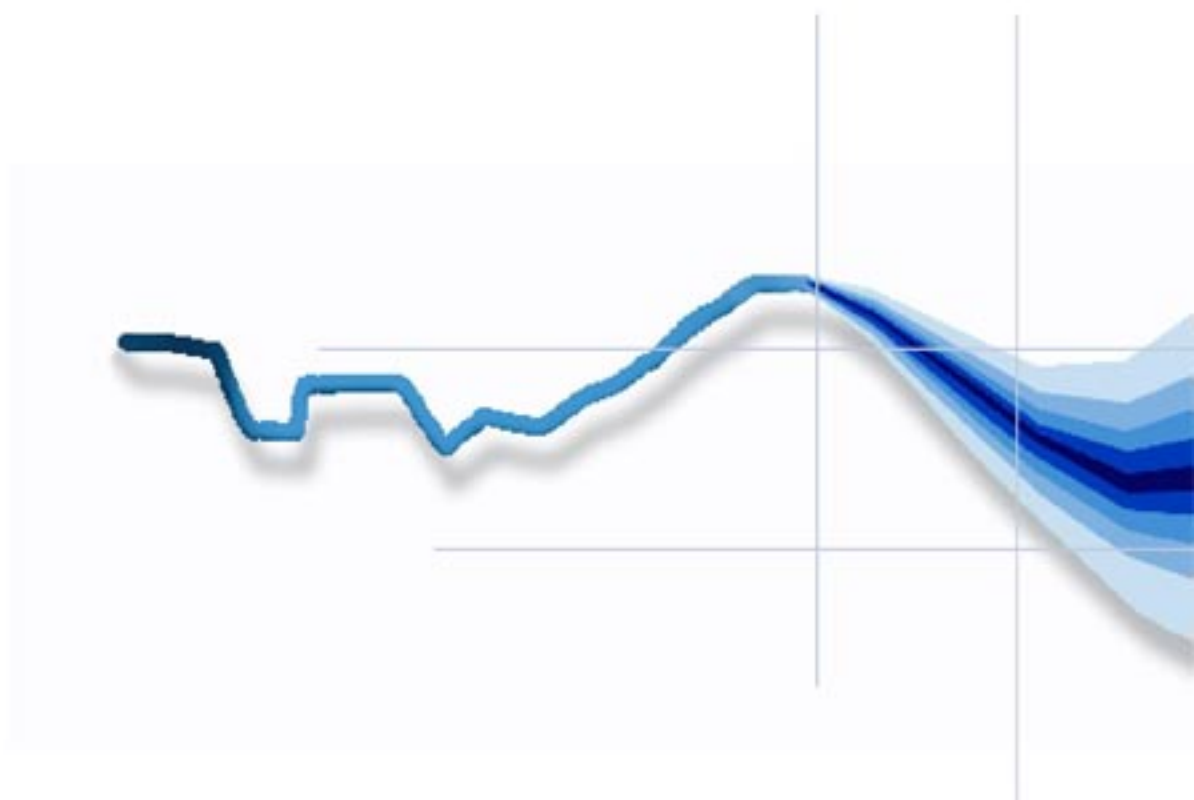


IPoM 2009

2009  
DICIEMBRE

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

# Informe de Política Monetaria

DICIEMBRE 2009



BANCO CENTRAL  
DE CHILE



|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| Prefacio                                                   | 5  |
| Resumen                                                    | 7  |
| Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses | 13 |
| I. Escenario internacional                                 | 15 |
| II. Mercados financieros                                   | 19 |
| III. Demanda y actividad                                   | 23 |
| IV. Precios y costos                                       | 27 |
| V. Escenarios para la inflación                            | 31 |
| Índice de tablas y gráficos                                | 35 |
| Glosario y abreviaciones                                   | 37 |
| Referencias bibliográficas                                 | 38 |
| Recuadros                                                  |    |
| Política monetaria no convencional                         | 11 |
| Evolución reciente de la paridad peso/dólar                | 22 |
| Costo de la energía y productividad                        | 34 |

---

<sup>\*/</sup> El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 15 de diciembre de 2009.

# Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/ menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM, que a partir de este ejemplar se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, se concentra en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la actividad y el empleo y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 16 de diciembre de 2009 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el mismo día.

**El Consejo**



# Resumen

La recuperación global y local ha proseguido, a grandes rasgos, según lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, de la mano del repunte de la confianza de hogares y empresas y con condiciones fiscales y monetarias altamente expansivas. En Chile, la actividad ha aumentado desde el tercer trimestre, el deterioro del mercado laboral se ha detenido y las condiciones financieras se han vuelto algo menos restrictivas. La inflación sigue en niveles negativos e incluso algo por debajo de las proyecciones previas. Frente a un panorama de persistencia de las holguras de capacidad y reducidas presiones inflacionarias, el Consejo ha reiterado que mantendrá la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, estima que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

En el escenario internacional, los datos del tercer trimestre indican niveles de actividad en ascenso en varios países, con aumentos superiores a lo previsto. Los precios de los productos básicos han subido, en concordancia con perspectivas de mayores niveles de actividad global y la depreciación del dólar. Los mercados bursátiles globales también se han visto favorecidos por la menor incertidumbre y el fuerte estímulo monetario. Las perspectivas de crecimiento global de consenso para el 2010 muestran una recuperación algo más intensa que la antes prevista, 4% en el bienio 2010-2011. No obstante, el Consejo estima que los riesgos de un desempeño menos vigoroso siguen latentes.

La evolución de la demanda interna local siguió determinada por la significativa caída de los inventarios, la que ha ido más allá de lo previsto en septiembre y ha sido superior a lo que se observa en otras economías. Respecto del tercer trimestre del 2008, la reducción de las existencias ha restado cuatro puntos porcentuales a la demanda interna. No es fácil desentrañar las causas de este desplome de las existencias, pero lo más razonable parece ser que respondió a una intensa reacción inicial de productores e importadores frente al entorno de incertidumbre global y la posibilidad de un sustancial menor crecimiento agregado a futuro. En lo más reciente, algunos indicadores permiten anticipar que el ciclo de inventarios estaría entrando en una nueva fase, donde parte de la desacumulación respondería a un aumento de las ventas más rápido que el de la producción. Aunque la detención de la caída de inventarios por sí sola tendrá una incidencia positiva en el PIB, cuánto y cuándo este componente aportará a su crecimiento es aún incierto. Ello dependerá del nivel objetivo de existencias que las empresas deseen mantener en el proceso de recuperación cíclica. En todo caso, con gran probabilidad, este nivel será menor al que se estimaba antes de la crisis global.

El consumo privado ha sido el componente de la demanda interna menos afectado por la crisis, esperándose que el 2009 cierre con un leve aumento, inducido por el comportamiento del consumo habitual. El consumo durable se ha recuperado también, lo que se aprecia en los indicadores de ventas de bienes durables y de automóviles. Las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, se han vuelto optimistas en sus mediciones más recientes, luego de dos años y medio en la zona pesimista. El estímulo contracíclico de las políticas fiscal y monetaria ha contribuido a este desempeño del consumo. Para efectos de las proyecciones del escenario base, este IPoM considera el escenario de política fiscal contenido en la Ley de Presupuestos.

### Supuestos del escenario base internacional

|                                             | 2008  | 2009 (f) | 2010 (f) | 2011 (f) |
|---------------------------------------------|-------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje)               |       |          |          |          |
| Términos de intercambio                     | -15,0 | 0,3      | 4,7      | -2,3     |
| PIB socios comerciales (*)                  | 2,9   | -0,8     | 3,6      | 3,8      |
| PIB mundial PPC (*)                         | 3,0   | -0,8     | 3,8      | 4,2      |
| PIB mundial a TC de mercado (*)             | 1,8   | -1,8     | 3,1      | 3,4      |
| Precios externos (en US\$)                  | 12,2  | -6,0     | 9,6      | 1,0      |
| (niveles)                                   |       |          |          |          |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/b)          | 316   | 230      | 270      | 270      |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril)       | 100   | 62       | 80       | 86       |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 739   | 472      | 607      | 641      |
| Libor US\$ (nominal, 90 días)               | 2,9   | 0,7      | 0,9      | 3,2      |

(\*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La caída de la demanda externa se ha reflejado en los volúmenes exportados, que se estima descenderán cerca de 3% anual este año. No obstante, en los últimos trimestres resalta, por un lado, el mejor desempeño de los envíos mineros y, por otro, el fuerte deterioro de las exportaciones de salmón. Ambos factores, en especial este último, han tenido una incidencia importante en el PIB.

Se estima que la formación bruta de capital fijo finalizará el 2009 con una caída por sobre 15% anual, superior a la prevista en septiembre, la que se revertirá en parte el 2010. A pesar de esta recuperación de la inversión, la tasa de inversión a PIB se reducirá respecto de su nivel del 2008, pasando desde casi 30% ese año a cerca de 26% el 2010, ambas cifras medidas en precios del 2003.

El escenario base de este IPoM prevé que la economía chilena crecerá entre 4,5 y 5,5% el 2010, luego de caer 1,9% el 2009. En todo caso, el crecimiento previsto para la economía chilena, cuyo nivel de actividad ya comenzó a aumentar en el tercer trimestre del 2009, no será suficiente para deshacer completamente las holguras en el horizonte de política. Este panorama, relevante para la determinación de las presiones inflacionarias que enfrentará la economía chilena y la trayectoria futura de la TPM, no difiere sustancialmente del que se prevé en otras economías. En este escenario, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un superávit de 0,6% del PIB el 2010, valor menor que el previsto en septiembre.

### Crecimiento económico y cuenta corriente

|                                     | 2007    | 2008    | 2009 (f) | 2010 (f)  |
|-------------------------------------|---------|---------|----------|-----------|
| (variación anual, porcentaje)       |         |         |          |           |
| PIB                                 | 4,7     | 3,2     | -1,9     | 4,5 - 5,5 |
| Ingreso nacional                    | 7,1     | 3,8     | -2,3     | 7,5       |
| Demanda interna                     | 7,8     | 7,4     | -7,4     | 8,9       |
| Demanda interna                     |         |         |          |           |
| (sin variación de existencias)      | 8,2     | 7,9     | -3,3     | 4,6       |
| Formación bruta de capital fijo     | 12,0    | 19,5    | -16,1    | 8,2       |
| Consumo total                       | 7,1     | 4,2     | 1,5      | 3,5       |
| Exportaciones de bienes y servicios | 7,6     | 3,1     | -4,1     | 5,4       |
| Importaciones de bienes y servicios | 14,9    | 12,9    | -15,7    | 14,3      |
| Cuenta corriente (% del PIB)        | 4,4     | -2,0    | 2,1      | 0,6       |
| (millones de dólares)               |         |         |          |           |
| Cuenta corriente                    | 7.189   | -3.440  | 3.300    | 1.200     |
| Balanza comercial                   | 23.635  | 8.846   | 13.100   | 13.000    |
| Exportaciones                       | 67.666  | 66.455  | 52.600   | 60.900    |
| Importaciones                       | -44.031 | -57.610 | -39.500  | -47.900   |
| Servicios                           | -975    | -646    | -1.100   | -1.000    |
| Renta                               | -18.595 | -14.563 | -11.300  | -13.700   |
| Transferencias corrientes           | 3.123   | 2.924   | 2.600    | 2.900     |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a los costos, las presiones inflacionarias importadas se han mantenido contenidas. El precio de los principales productos básicos ha aumentado en los mercados mundiales. Los índices de valor unitario de las importaciones de Chile siguen reducidos. Las proyecciones del escenario base contemplan un precio promedio del petróleo y del cobre superiores a los previstos en septiembre. El tipo de cambio nominal pesos por dólar, en contraposición, se ha apreciado de modo importante durante el cuarto trimestre. Si bien desde una perspectiva más larga, la evolución del peso responde en buena parte a la depreciación del dólar a escala global, los movimientos del peso a partir de mediados de julio han tenido un componente idiosincrásico. Inicialmente, a partir de mediados de año el peso se desacopló de la tendencia global de fortalecimiento de las monedas emergentes respecto del dólar. Ello coincidió con la construcción de posiciones de *carry trade* por parte de no residentes y la mayor exposición de los inversionistas institucionales al dólar, operaciones que se pueden haber visto facilitadas al llegar la TPM a su mínimo e implementarse medidas complementarias de política monetaria. Hacia octubre, parte de estas operaciones amainaron,



## Inflación

(variación anual, porcentaje)

|                                       | 2008 | 2009 (f) | 2010 (f) | 2011 (f) |
|---------------------------------------|------|----------|----------|----------|
| Inflación IPC promedio                | 8,7  | 1,6      | 1,0      | 2,7      |
| Inflación IPC diciembre               | 7,1  | -1,4     | 2,5      |          |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*)   |      |          |          | 3,0      |
| Inflación IPCX promedio               | 8,4  | 2,8      | 0,3      | 2,5      |
| Inflación IPCX diciembre              | 8,6  | -1,5     | 1,9      |          |
| Inflación IPCX en torno a 2 años (*)  |      |          |          | 3,0      |
| Inflación IPCX1 promedio              | 7,8  | 2,8      | 0,8      | 2,6      |
| Inflación IPCX1 diciembre             | 7,7  | -0,6     | 2,1      |          |
| Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*) |      |          |          | 3,0      |

(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

y el peso se alineó con las tendencias de otras monedas emergentes. Con todo, y considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se ubica en 91 (en su medida 1986=100), dentro del rango de valores que se consideran coherentes con los fundamentos de largo plazo. El escenario base de proyección de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que el TCR es, en el largo plazo, similar a su nivel actual. Este TCR es cerca de 6% inferior al que se verificó al cierre estadístico de septiembre. Esta fuerte apreciación real tiene un efecto importante sobre la trayectoria proyectada para la inflación en los próximos meses.

Las presiones de costos laborales no muestran grandes cambios. La tasa de crecimiento anual de los salarios nominales ha seguido descendiendo, en respuesta a la caída de la inflación por la indexación habitual de estos. Los salarios reales han aumentado gracias a la reducción de la inflación del IPC, aunque al medirlos utilizando los deflatores del PIB excluidos los sectores ligados a recursos naturales se aprecia un descenso. La variación anual de los costos laborales unitarios aumentó en respuesta a la fuerte caída cíclica de la productividad medida del trabajo. Dicha caída ha tendido a deshacerse en parte, lo que se supone continuará en el horizonte de proyección. Las perspectivas de crecimiento tendencial son similares a las consideradas en el IPoM previo: entre 4,0 y 4,5% en los próximos dos años. Más allá del horizonte de proyección, se espera un gradual retorno a cifras de expansión de tendencia más cercanas a 5%, en la medida en que se recupere la inversión y la estructura general de costos de la economía continúe reflejando los menores costos de la energía.

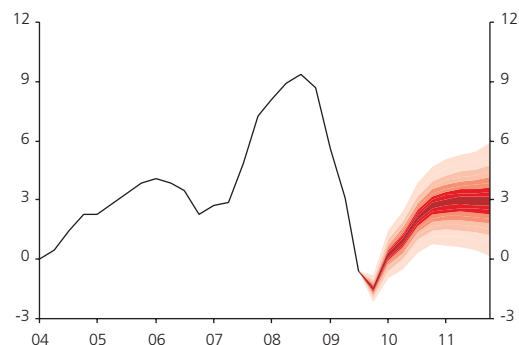
En Chile, la inflación anual se ubica en niveles negativos desde agosto. El Consejo estima que el IPC cerrará el 2009 con una variación anual de -1,4%, la que se volverá positiva en el curso del primer semestre del 2010 y convergerá gradualmente a 3,0% en el horizonte de política monetaria, en esta ocasión el último trimestre del 2011. El progresivo, pero no completo, cierre de la brecha de capacidad que se espera en el horizonte de proyección, junto con los mayores precios de los productos básicos, determinan que la inflación total aumente a una velocidad mayor que la inflación subyacente. Las variaciones anuales del IPCX y el IPCX1 se mantendrán por algunos meses más que el IPC en valores negativos, y su convergencia a la meta se dará más tarde que la de la inflación total. Las expectativas de inflación del mercado se mantienen en 3% en el mediano plazo, no obstante las perspectivas de baja inflación en los meses siguientes.

Diversos factores determinan la convergencia de la inflación a la meta. En particular, esta proyección se basa en que el escenario externo seguirá agregando impulso a la actividad, con una recuperación de la confianza y condiciones financieras globales que continúan normalizándose gradualmente, lo que seguirá permitiendo un repunte de la demanda interna y externa. Internamente, la política monetaria seguirá siendo expansiva, lo que junto con la menor restrictividad de las condiciones financieras, también apoyan esta proyección.

El escenario aquí delineado, como es habitual, está sujeto a diversos riesgos. Por un lado, persisten las dudas respecto de la fortaleza de la recuperación económica global. Los últimos datos han sido mejores que lo previsto en varias economías, pero los mercados financieros siguen reaccionando con

## Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

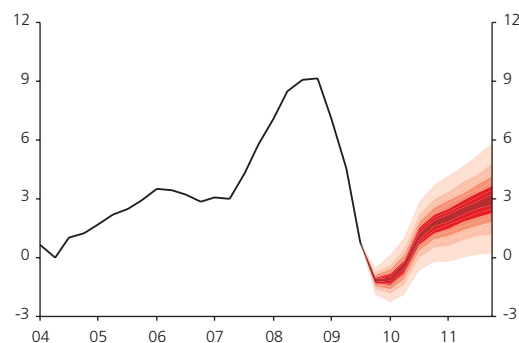


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Proyección de inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

volatilidad ante eventos inesperados, y las pérdidas crediticias aún están siendo absorbidas por los intermediarios financieros. La situación del mercado laboral sigue compleja en diversas economías, lo que, sumado al proceso de desapalancamiento todavía en marcha, agrega dudas de la capacidad de recuperación del consumo y la inversión en el mundo. También debe considerarse como un riesgo relevante la forma en que los bancos centrales y gobiernos retirarán las medidas de política monetaria no convencional y los estímulos fiscales y financieros que han implementado y cómo ello podría afectar el funcionamiento de los mercados financieros. Otro riesgo se deriva de los desafíos para la gestión macroeconómica de que se produzcan rebalances de portafolio o reasignaciones del ahorro externo hacia economías emergentes, provocando incrementos relevantes en los flujos de capitales. Se agrega, como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, la incertidumbre acerca de los persistentes desbalances globales. Internamente, es posible que en el corto plazo el repunte de la actividad se dé a un ritmo mayor que el previsto, gracias a una reposición más rápida de las existencias.

Destaca también el riesgo asociado a la evolución de las distintas paridades y sus implicancias para el TCR. Como se señaló, en Chile el TCR ha caído respecto de septiembre, lo que tiene consecuencias directas sobre la inflación proyectada. El Consejo reitera que monitorea cuidadosamente las implicancias del nivel del TCR sobre la inflación y el cumplimiento de su objetivo de política monetaria. En todo caso, se estima que el TCR está dentro de los niveles que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

La concreción de alguno de estos escenarios de riesgo tendrá resultados directos para el escenario de crecimiento e inflación nacional previsto por el Consejo. Considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento están equilibrados.

Cabe destacar, nuevamente, que estas proyecciones incorporan como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la EEE de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

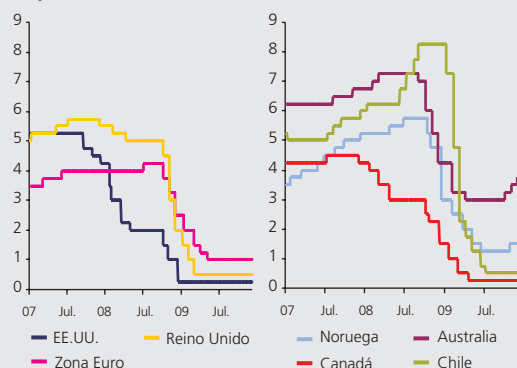
El Consejo reitera que continuará utilizando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

## Recuadro: Política monetaria no convencional

Durante el 2008 y 2009, varios bancos centrales, entre ellos el de Chile, redujeron agresivamente sus tasas de interés de referencia, llevándolas a su mínimo e instaurando además medidas de política monetaria no convencional (gráfico 1). En algunos casos, por la necesidad de apoyar a sus sistemas financieros, severamente afectados por la crisis financiera global. En otros, como en Chile, porque las reducidas presiones inflacionarias generadas por la caída en los precios de las materias primas y la ampliación de las holguras de capacidad pusieron en riesgo el logro de la meta de inflación, en el horizonte de política, en un contexto en que la TPM había alcanzado su mínimo.

### Gráfico 1

Tasas de interés de política monetaria (porcentaje)



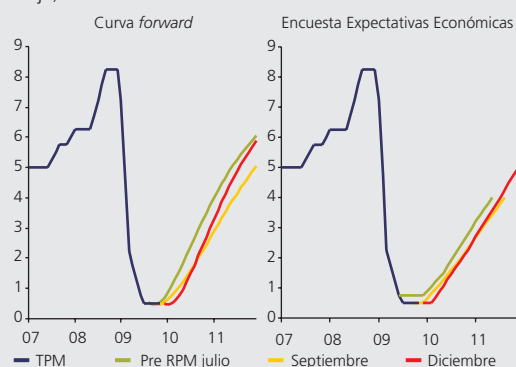
Fuentes: Banco centrales de cada país.

En julio, el Consejo del Banco Central de Chile redujo la TPM hasta 0,50%, el valor mínimo al que se estima puede llegar sin afectar el normal funcionamiento del mercado monetario. Además, anunció que se mantendría en ese nivel por un tiempo prolongado. De forma de reforzar este mensaje y alinear la estructura de tasas de interés implícita en los precios de los activos financieros con una trayectoria que se consideraba coherente con el logro de la meta de inflación, el Consejo adoptó medidas complementarias de política. Así, se implementó una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), a través de la cual las empresas bancarias accedieran a liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente. Los colaterales para estas operaciones fueron los habitualmente requeridos para operaciones a un día, incluyendo depósitos a plazo. Además, el Consejo anunció ajustes al plan de emisión de deuda y las condiciones financieras de acceso al *swap* en dólares, todo ello de forma de alinear las tasas a los niveles coherentes con la instauración de la FLAP y alinear los incentivos para su uso.

El impacto de estas medidas, en particular la FLAP fue inmediato. La curva de contratos *swap*-cámara se aplanó de modo significativo, lo que, junto con la caída de las tasas de los bonos del Banco Central, implicó una reducción del orden de 100 puntos base en la TPM esperada a lo largo del horizonte de política relevante (gráfico 2). Simultáneamente, las tasas de los depósitos a plazo retrocedieron de manera similar. En el IPoM de septiembre, se indicó que la trayectoria de tasas que entonces se desprendía de los precios de los activos financieros era coherente con la considerada en el escenario base. Posteriormente, el Consejo acotó que la TPM se mantendría en su nivel mínimo hasta el segundo trimestre del 2010.

### Gráfico 2

Expectativas para la TPM (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Estas medidas de política no convencional, además de afectar la estructura de tasas de interés, tuvieron un impacto en los agregados monetarios. Primero, la FLAP, al generar créditos a favor de las entidades bancarias, provocó una expansión de los activos en moneda nacional en el balance del Banco Central. A octubre, esta expansión fue del orden de \$960 mil millones de pesos (en torno a US\$1.760 millones)<sup>1/</sup> (gráfico 3).

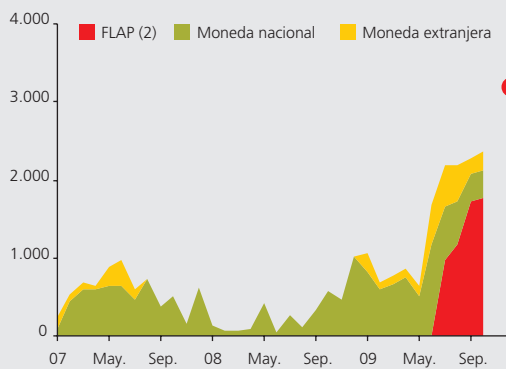
Debido a que en Chile los saldos en cuenta corriente mantenidos por los bancos en el Instituto Emisor solo reflejan el encaje bancario obligatorio, la contraparte por el lado de los pasivos del balance del Banco Central no fue un

<sup>1/</sup>A octubre, el monto comprometido de la FLAP era de \$1.758 mil millones. La expansión de los activos financieros es menor, puesto que la FLAP sustituyó una parte del financiamiento obtenido de operaciones REPO. Al 9 de diciembre, el monto comprometido de la FLAP llegó a \$3.185 mil millones.

incremento significativo de la emisión o base monetaria. En cambio, los mayores saldos de liquidez por el uso de la FLAP se mantienen en la facilidad de depósito intradía y en pagarés descontables de corto plazo del Banco Central, lo que es financieramente más conveniente para las entidades bancarias (gráfico 4). Los agregados monetarios también tuvieron una expansión relevante. Descontada la estacionalidad, entre julio y noviembre del 2009 el M1, M2 y M3 han mostrado expansiones entre 7 y 16% anualizado, de manera coherente con las bajas tasas de interés.

### Gráfico 3

Activos líquidos del Balance del Banco Central con contrapartes bancarias (1)  
(miles de millones de pesos)



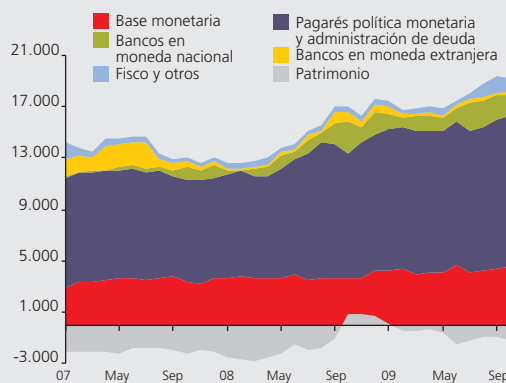
(1) Activos totales excluyendo reservas internacionales, deuda subordinada y otros activos.

(2) Punto indica monto al 9 de diciembre de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico 4

Pasivos del Balance del Banco Central de Chile  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el transcurso del último trimestre del año la estructura de las tasas de interés de corto plazo retomó una mayor pendiente. Hay varias razones. Por un lado, el mejor entorno financiero global aumentó el apetito por riesgo, incrementando las tasas libres de riesgo. Por otro lado, el hecho que el plazo de 180 días de la FLAP comenzará a coincidir con el segundo trimestre del 2010 —período hasta el que el Consejo había señalado que mantendría inalterada la TPM— probablemente introdujo incertidumbre respecto de cómo y cuándo se ajustarían las medidas complementarias de política. Adicionalmente, aumentó el nivel de las tasas de interés de largo plazo debido a perspectivas de mayor emisión de deuda pública durante el 2010.

Para mitigar la incertidumbre respecto de la forma de acomodo de las medidas no convencionales y dar señales de política monetaria correctas al mercado, en noviembre el Consejo decidió que a partir del 14 de diciembre se reduciría desde 180 a 150 días el plazo máximo de la FLAP, y que este continuaría disminuyendo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del 2010. Este anuncio fue bien absorbido por el mercado. Las tasas de interés no tuvieron cambios relevantes, al mismo tiempo que las perspectivas de los analistas acerca del momento y la magnitud en que la TPM comenzaría una senda de normalización se ajustaron a un patrón más coherente con la comunicación del Consejo.

En suma, el uso de la FLAP se realizó en coherencia con el esquema de metas de inflación en que se basa la política monetaria y la necesidad de reforzar la decisión de mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado. Así, la utilización de medidas no convencionales tuvo como objetivo complementar la conducción habitual de la política monetaria. Su instauración se dio en un momento en que la estructura de tasas de mercado era superior a la que se consideraba coherente con la meta de inflación, la que de haber perdurado habría afectado el logro de la misma al restar parte del impulso monetario necesario para el cierre de brechas. El Consejo reitera que su decisión de anunciar la extinción del acceso a esta facilidad a contar de mayo del 2010 no representa una decisión mecánica de comenzar a aumentar la TPM a contar de ese momento, sino que solo la necesidad de recuperar los grados de flexibilidad requeridos para la operación de la política monetaria en el escenario actual.

# Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

## Antecedentes: IPoM septiembre 2009

---

Comparado con lo previsto en mayo, para septiembre las presiones inflacionarias que enfrentaba la economía chilena se habían reducido. La actividad había tenido un deterioro adicional en el segundo cuarto, incrementando las holguras de capacidad. La situación externa estaba dando señales de estabilización. El escenario macroeconómico que se preveía a mediados de año había puesto de manifiesto riesgos de que la inflación permaneciera por debajo de la meta de 3% más allá del horizonte de política habitual. Ante estos riesgos, el Consejo mantenía lo anunciado en julio. Esto es que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantendría en su nivel mínimo, 0,5%, por un tiempo prolongado y continuaba con las medidas complementarias, para reforzar esta decisión y alinear los precios de los activos financieros con el estímulo monetario.

En el escenario base, se preveía que la actividad tendría una variación anual de entre -2,0 y -1,5% en el 2009. Ello consideraba que el nivel de actividad aumentaría en el segundo semestre, con crecimientos trimestrales anualizados superiores a 6%. Aunque, por algunos meses más, la actividad seguiría con variaciones anuales negativas. Para el 2010, el escenario base contemplaba que el PIB crecería entre 4,5 y 5,5% anual, lo que llevaría a un progresivo, aunque parcial, cierre de las holguras de capacidad hacia el 2010 y 2011. Este cierre progresivo de las holguras de capacidad, y en menor medida la mayor inflación externa, empujarían la inflación al alza, convergiendo a la meta hacia el 2011. Por su mayor persistencia, y el efecto rezagado del ciclo, los indicadores de inflación subyacente registrarían tasas de variación anual negativas hasta mediados del 2010, para luego aumentar y también alcanzar a 3% hacia el 2011.

## Reuniones entre septiembre y noviembre

---

En septiembre, los antecedentes sugerían que la opción más plausible era la mantención de la instancia de política monetaria. Las cifras del último mes iban consolidando un panorama de incremento de los niveles de actividad a partir del segundo semestre, una progresiva normalización de los indicadores financieros y un repunte de las expectativas tanto en Chile como en el mundo. No obstante, había riesgos sobre la velocidad a la que se daría la recuperación de la economía nacional. Había componentes de la demanda interna que comenzaban a mostrar dinamismo y existía espacio para una recuperación dominada por factores internos, pero su sostenibilidad a mediano plazo

dependía fundamentalmente de la evolución de la demanda externa y de la economía internacional, sobre lo cual existía bastante incertidumbre. Los registros de inflación mostraban que estaba contenida en niveles muy bajos. Las perspectivas consideradas en el IPoM indicaban que la inflación debería ir convergiendo a la meta de manera gradual, después de pasar varios meses por territorio negativo. El mayor riesgo era que la inflación permaneciera debajo de la meta más allá de lo deseado. Persistía algún grado de incertidumbre respecto de la evolución de la inflación más allá del corto plazo, pero las tendencias en materia de actividad apoyaban la visión de una convergencia a la meta en el mediano plazo. En el frente externo la atención comenzaba a desplazarse hacia los riesgos, pues si bien los mercados de valores, de crédito y materias primas se habían recuperado en el año, eran propensos a correcciones debido a la incertidumbre prevaleciente. Había factores de riesgo, como el impacto que tendría la normalización monetaria sobre los mercados financieros y cambiarios y el vigor y la sustentabilidad de la recuperación en el mediano plazo. Llamaba la atención la bimodalidad de las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos. Esto reflejaba que el abanico de proyecciones para la economía global permaneciera anormalmente abierto, lo que era importante de seguir atentamente, para evaluar el momento óptimo en que se debería comenzar a retirar el estímulo monetario. El mercado laboral chileno presentaba una incipiente estabilización. Las tasas de interés habían continuado descendiendo, mientras que el stock de colocaciones todavía no mostraba un repunte. Esta situación debería revertirse en el segundo semestre, a medida que siguiera reduciéndose la percepción de riesgo y se consolidara la recuperación de la economía. Respecto de la decisión acerca del estímulo monetario, la evolución del escenario macroeconómico resultaba, en general, bastante en línea con lo anticipado. Por ello, se reafirmaba la decisión de mantener un fuerte estímulo monetario por un tiempo prolongado. El escenario base del IPoM de septiembre conllevaba una trayectoria de la TPM similar a la implícita en los precios de los activos financieros, con una normalización del estímulo monetario que comenzaría no antes del segundo trimestre del 2010. Esto era coherente con no alterar los instrumentos de política monetaria respecto de sus condiciones actuales. El Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual, así como las medidas complementarias de política monetaria.

En octubre, aunque en magnitudes acotadas, el escenario macroeconómico era ligeramente más positivo que el evaluado en el IPoM de septiembre. Las noticias por el lado inflacionario eran ambivalentes, pero de magnitudes menores. En adelante la



inflación subyacente se ubicaba algo por encima de lo previsto, pero la inflación total estaba por debajo de lo anticipado. Por ello, las noticias coyunturales parecían insuficientes para alterar el panorama de política monetaria considerado en el IPoM. Así, la opción más plausible era mantener la TPM en su nivel actual y continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en julio. Las cifras de actividad del mes eran coherentes con el escenario de recuperación de la actividad y la inflación de septiembre había sorprendido al mercado, pero estaba dentro del rango previsto en el IPoM y no alteraba el panorama de corto y mediano plazo para esta variable. Llamaba la atención el empinamiento que había tenido la curva *forward* para la TPM en el último mes. De ello se desprendía que el mercado estaba internalizando un escenario más positivo que el del IPoM, con una normalización más temprana de la TPM, a comienzos del primer trimestre del 2010. El dólar estadounidense había seguido depreciándose respecto de la mayoría de las monedas del mundo, siendo el peso chileno una de las excepciones. El tipo de cambio real chileno ya superaba, aunque marginalmente, el nivel que se estimaba compatible con sus fundamentales de largo plazo. Muchos elementos apuntaban a una recuperación relativamente lenta e incierta después del rebote inicial del crecimiento mundial. Entre ellos las dudas sobre la posición de los bancos después de la crisis, el sobre-endeudamiento de los hogares en Estados Unidos, las inquietudes acerca de la posición fiscal de esa economía y la evolución del dólar, así como la incapacidad de los países en desarrollo con altos niveles de ahorro para compensar la caída en el consumo en Estados Unidos. Internamente, las condiciones financieras comenzaban a evidenciar una mejora en el margen. El crédito seguía debilitado, aunque algunos componentes exhibían un repunte en los últimos registros. El traspaso de la rebaja de la TPM, en su parte principal, podría haber concluido, pero existía espacio para nuevos recortes en las tasas de interés, condicionados a que se afirmara la recuperación y se redujera el riesgo de crédito. Respecto de la decisión sobre el estímulo monetario, las noticias más recientes podían indicar algún tono de mayor optimismo, pero lo prudente era mantener la tasa en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, más allá del ajuste observado en la curva de expectativas de mercado. Mientras la recuperación de la economía fuera frágil, la política monetaria debía calibrar cuidadosamente sus pasos, porque los riesgos de adelantarse eran altos y, en ningún caso, menores que los riesgos de incurrir en un eventual atraso, que siempre podía ser corregido con prontitud. La utilización de medidas no convencionales había tenido como objetivo complementar, y no reemplazar, la conducción de la política monetaria. Por lo tanto, la alteración de estas medidas se podía justificar si se evaluaba que ellas contribuían o no a la decisión de política monetaria adoptada, en términos de la trayectoria para la TPM en el horizonte de política. En este contexto, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual, así como las medidas complementarias de política monetaria.

Para noviembre, el escenario de caída anual del PIB de corto plazo era peor que el evaluado en octubre y, aunque similar al de septiembre, sugería un cierre de holguras más lento que el entonces previsto. Las correcciones en las cifras de actividad y el propio registro de septiembre mantenían presente la incertidumbre acerca de la velocidad de la recuperación económica. Por el lado inflacionario las noticias eran ambivalentes. La trayectoria inflacionaria había seguido muy de cerca lo previsto, y hacia el mediano plazo se oponían mayores precios de combustibles en dólares con la apreciación real del peso. Con todo, las noticias coyunturales seguían siendo insuficientes para alterar el panorama de política monetaria considerado en el IPoM. De este modo, la opción más plausible era mantener la TPM en su nivel actual y señalar con mayor claridad cómo las medidas complementarias se alterarían de manera coherente con el escenario delineado en septiembre. Puesto que para esta reunión el horizonte de seis meses terminaba en mayo, era posible evaluar en esta ocasión una alteración de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP). Las perspectivas de un entorno de crecimiento global algo mejor descansaban principalmente en el desempeño de Asia emergente, no obstante la economía mundial se mostraba todavía frágil y vulnerable. Había aún factores adicionales que agregaban incertidumbre al escenario mundial, la debilidad del dólar y el retiro de las políticas de estímulo. Los precios de las materias primas habían aumentado, en un contexto de depreciación del dólar y recuperación de la actividad económica. No obstante, no podía descartarse que los registros recientes estuvieran reflejando una prima por riesgo, dada la posibilidad de una depreciación adicional del dólar. Internamente, destacaba la apreciación del peso en las últimas semanas, lo que respondía en parte a la depreciación internacional del dólar. Además, podía estar revirtiendo la depreciación que el peso había experimentado en el tercer trimestre. Los mercados financieros seguían proyectando una trayectoria de la TPM por encima de la implícita en el escenario base del IPoM. Esta divergencia podía reflejar incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria. Respecto de la decisión de política monetaria, la eliminación o modificación de la FLAP no representaba un compromiso sobre la trayectoria de tasas, sino que buscaba recobrar la necesaria flexibilidad con la que debía contar la política monetaria. De este modo, el Consejo acordó mantener la TPM en 0,5% anual. Además, acordó reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre de 2009 y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del 2010.

# I. Escenario internacional

**Tabla I.1**

Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

|                           | Prom.<br>90-99 | Prom.<br>00-07 | 2008<br>(e) | 2009<br>(f) | 2010<br>(f) | 2011<br>(f) |
|---------------------------|----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Mundial                   | 2,9            | 4,2            | 3,0         | -0,8        | 3,8         | 4,2         |
| Mundial a TCN de mercado  | 2,4            | 3,2            | 1,8         | -1,8        | 3,1         | 3,4         |
| Estados Unidos            | 3,2            | 2,6            | 0,4         | -2,5        | 2,7         | 2,9         |
| Zona Euro                 | 2,2            | 2,1            | 0,7         | -3,9        | 1,2         | 1,4         |
| Japón                     | 1,5            | 1,7            | -1,2        | -5,3        | 1,4         | 1,9         |
| China                     | 10,0           | 10,1           | 9,0         | 8,6         | 9,6         | 9,4         |
| Resto de Asia             | 5,5            | 5,0            | 2,9         | -0,3        | 4,5         | 4,7         |
| América Latina            | 2,7            | 3,6            | 4,3         | -2,5        | 3,6         | 3,7         |
| Exp. de productos básicos | 2,7            | 3,1            | 1,1         | -1,2        | 2,6         | 3,3         |
| Socios comerciales        | 3,1            | 3,6            | 2,9         | -0,8        | 3,6         | 3,8         |

(e) Estimación

(f) Proyección.

(\*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

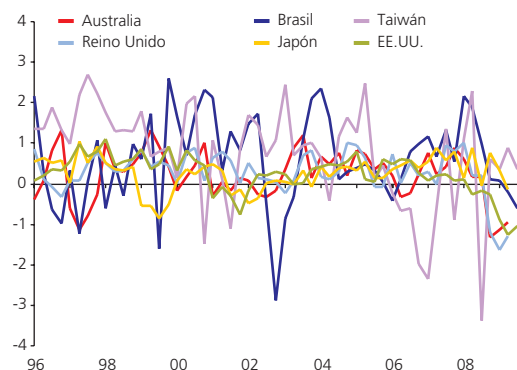
Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y describe el escenario externo relevante considerado más probable para la economía chilena, así como los principales riesgos.

## Crecimiento mundial

En los últimos meses, el proceso de recuperación de la economía internacional ha continuado, relativamente en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre, lo que es especialmente notorio en las economías emergentes. Las cifras de actividad del tercer trimestre sorprendieron al alza en varias economías, llevando a que el consenso del mercado estime que la caída de la actividad de este año será algo menor que la prevista en septiembre (tabla I.1). Indicadores del trimestre en curso, tales como la producción industrial, apuntan a que el proceso de repunte de la actividad global continuará. La confianza empresarial se ubica en niveles considerados optimistas o de expansión en varias economías. Al igual que en Chile, la fuerte caída de los inventarios ha sido uno de los componentes fundamentales del abrupto descenso de la demanda y la actividad. Los datos del tercer trimestre, así como indicadores parciales para la última parte del 2009, señalan que ya se habría iniciado un proceso de reposición, lo que probablemente ha empujado la producción industrial en una serie de países (gráfico I.1). En este escenario, la depreciación del dólar ha sido más aguda que lo previsto por el consenso de mercado.

**Gráfico I.1**

Variación de existencias trimestral (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Series desestacionalizadas.

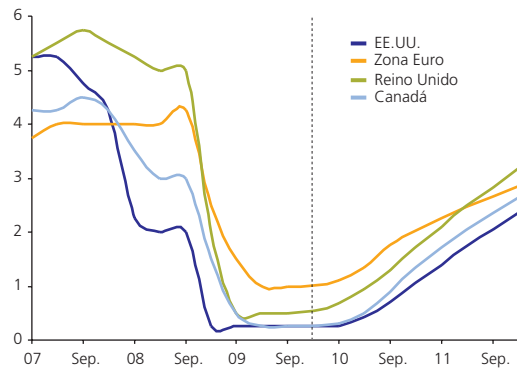
Fuentes: Bloomberg y CEIC Data.

El consumo durable también comienza a dar señales de una recuperación, con ventas que aumentan en varios países. Destacable es lo que sucede con las ventas de automóviles nuevos, cuyos niveles aumentan a tasas relevantes, tras los drásticos descensos de fines del 2008. Asimismo, los precios de las viviendas exhiben un repunte. En todo caso, parte de esto responde a políticas específicas de incentivos para estos sectores impulsadas por varios gobiernos. Las economías emergentes —en particular las asiáticas, lideradas por China, y algunas sudamericanas— están mostrando rápidas tasas de crecimiento. La recuperación de la actividad es también visible en el comercio mundial, pues los volúmenes de exportaciones e importaciones han tenido un incremento trimestre a trimestre en los últimos dos cuartos.

Para el 2010, el crecimiento se corrige al alza de manera bastante extendida entre las economías. Se mantiene la bimodalidad en la distribución de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos que se observaba en septiembre, dando cuenta de que la alta incertidumbre respecto del curso futuro de esta

**Gráfico I.2**

TPM y curvas *forward* (\*)  
(porcentaje)

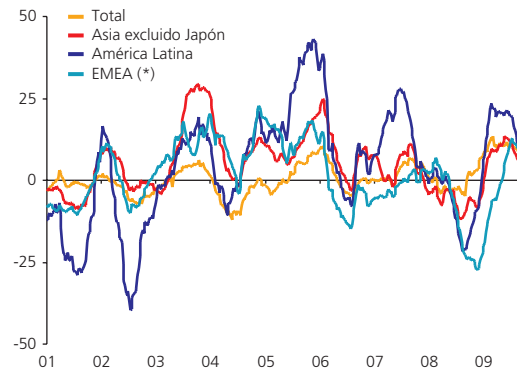


(\*) Línea punteada separa cifras de TPM efectiva de *forward*.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.3**

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes  
(miles de millones de dólares, acumulados en seis meses móviles, datos semanales)



(\*) Medio Oriente, Europa emergente y África.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

economía sigue vigente. En el agregado para el 2011, las proyecciones no varían respecto de septiembre, pero sí tienen un cambio de composición, que supone una expansión algo más lenta para Estados Unidos.

A mediano plazo, siguen los temores acerca de la duración y el ritmo de la recuperación económica global, en especial en Estados Unidos. Diversos factores explican la incertidumbre aún presente, entre los que destaca la debilidad del mercado laboral en varias economías. Ello, y el proceso en curso de desapalancamiento de los hogares, pone una gran cuota de incertidumbre sobre el desempeño del consumo e inversión privada. Coincidiendo con la situación más compleja en el mercado laboral, la recuperación de la confianza de los consumidores se ha revertido en algunos países. La confianza empresarial muestra un repunte más sólido, pero no es posible descartar que el incremento de la actividad provocado por la reposición de inventarios se disipe. También sigue preocupando el espacio de maniobra de las autoridades fiscales para volver a colocar estímulos significativos sobre las economías. Parece claro que la opción de repetir la magnitud de lo realizado en el último año es muy baja. De hecho, el manejo de la deuda pública en Estados Unidos y otras economías desarrolladas, se ha vuelto un tema de preocupación.

La forma en que los bancos centrales retiren las medidas de política monetaria no convencional y su efecto en el funcionamiento de los mercados financieros en algunas economías también es materia de preocupación. Ello, más allá de que el estímulo monetario en sí probablemente se mantendrá por un período prolongado en varios países. La persistencia y la falta de acuerdo en los mecanismos de ajuste que resuelvan los desbalances globales son también un riesgo latente. La depreciación del dólar es un elemento que puede ir en la dirección de mejorar la posición deficitaria de la economía estadounidense, pero es probable que no sea suficiente sin que se dé una contrapartida en el valor de algunas monedas asiáticas. Por otro lado, no está clara la presión que podrá ejercer sobre las economías emergentes el exceso de ahorro de Asia, en un escenario en que Estados Unidos aumenta su ahorro y reconstruye su riqueza.

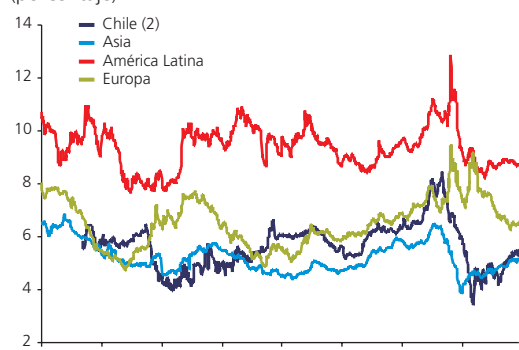
**Mercados financieros**

El riesgo de eventos sistémicos se ha reducido de modo importante, aunque persiste la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Su reacción a las noticias del sector real, especialmente cuando resultan distintas de lo previsto, ilustra las dudas antes señaladas sobre la solidez del proceso de recuperación. Con todo, en comparación con septiembre, se han visto aumentos de los índices bursátiles y la disminución de los premios por riesgo. Si bien las condiciones de liquidez en el mercado interbancario han seguido normalizándose, el sistema bancario sigue con problemas estructurales. El flujo de crédito no se ha restablecido del todo, y las condiciones financieras solo han dejado de hacerse más restrictivas, sin que aún se dé cuenta clara de una disminución del grado de las restricciones. A esto se suma el deterioro de cartera propio de un ciclo económico a la baja, el riesgo que el mayor desempleo implica sobre la entrega de préstamos a las personas y problemas aún latentes en sectores como el inmobiliario comercial. Además, las reformas financieras avanzan lentamente, manteniendo la incertidumbre respecto del marco regulatorio que enfrentará la industria bancaria. La fragilidad de estos



**Gráfico I.4**

Tasas de interés de largo plazo en economías emergentes (1)  
(porcentaje)



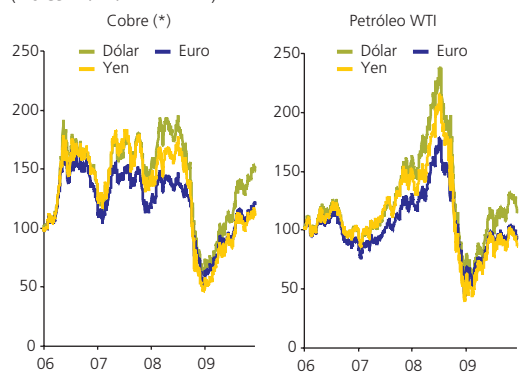
(1) Corresponde al Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) de JP Morgan Chase.

(2) Corresponde a la tasa del BCP-5.

Fuentes: Banco Central de Chile y JP Morgan Chase.

**Gráfico I.5**

Precios de productos básicos en distintas monedas  
(índice 02/01/2006=100)



(\*) En base al precio de la Bolsa de Metales de Londres.

Fuente: Bloomberg.

**Tabla I.2**

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)  
(índice 2005=100)

| Moneda            | 15.09.08 | Máximo | Depreciación (2)<br>porcentaje | Mínimo | Apreciación (3)<br>porcentaje |
|-------------------|----------|--------|--------------------------------|--------|-------------------------------|
| Dólar australiano | 96,5     | 129,4  | 34,1                           | 83,0   | -35,8                         |
| Real brasilero    | 67,8     | 93,9   | 38,4                           | 63,5   | -32,4                         |
| Dólar canadiense  | 88,7     | 107,8  | 21,5                           | 84,8   | -21,3                         |
| Peso chileno      | 94,7     | 121,4  | 28,2                           | 87,6   | -27,8                         |
| Peso colombiano   | 88,5     | 111,5  | 26,0                           | 78,0   | -30,1                         |
| Won coreano       | 107,3    | 151,3  | 41,0                           | 111,1  | -26,6                         |
| Florín húngaro    | 93,3     | 138,5  | 48,4                           | 96,6   | -30,2                         |
| Rupia indonesia   | 101,9    | 136,2  | 33,7                           | 100,6  | -26,2                         |
| Shekel israelí    | 81,5     | 97,5   | 19,6                           | 84,5   | -13,3                         |
| Yen japonés       | 101,8    | 104,5  | 2,7                            | 84,1   | -19,6                         |
| Peso mexicano     | 95,7     | 138,6  | 44,9                           | 112,5  | -18,8                         |
| Corona noruega    | 94,4     | 118,0  | 25,1                           | 90,4   | -23,4                         |
| Dólar neozelandés | 108,2    | 144,9  | 33,8                           | 93,9   | -35,2                         |
| Peso peruano      | 90,6     | 99,2   | 9,6                            | 86,9   | -12,4                         |
| Zloty polaco      | 77,9     | 128,7  | 65,1                           | 89,5   | -30,4                         |
| Corona checa      | 74,7     | 103,9  | 39,1                           | 75,2   | -27,6                         |
| Rublo ruso        | 91,9     | 131,0  | 42,6                           | 103,3  | -21,1                         |
| Euro              | 94,5     | 108,1  | 14,4                           | 89,0   | -17,7                         |

(1) Entre el 15 de septiembre de 2008 y el cierre estadístico de este IPoM.

(2) Variación entre el máximo valor registrado por la moneda y su valor al 15 de septiembre de 2008.

(3) Variación entre el valor mínimo y máximo alcanzado por cada moneda.

Fuente: Bloomberg.

mercados se grafica en la fuerte reacción de los diversos precios de activos ante las noticias disruptivas de empresas estatales de Dubai.

Las tasas de interés de política monetaria de varias economías siguen en mínimos históricos y en parte de ellas se emplea, además, política monetaria no convencional para incrementar el estímulo monetario. En cuanto a la tasa de política, una serie de bancos centrales ha señalado que mantendrán sus tasas de referencia en niveles bajos por un período prolongado. Respecto de las medidas complementarias, en algunas economías desarrolladas se están dando los primeros pasos de un gradual retiro, mientras en otros se han seguido ampliando. En Australia, Israel y Noruega, donde se percibe que la actividad se está recuperando de manera más sólida y las expectativas de inflación van en aumento, se ha iniciado el retiro del estímulo monetario, subiendo la tasa de interés de referencia. Con todo, existe la percepción generalizada de que el retorno de las tasas de interés a niveles neutrales o por sobre ellos será muy lento (gráfico I.2).

En economías desarrolladas, las tasas de interés de largo plazo no muestran cambios significativos al compararse los datos de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre. No obstante, en el período han mostrado vaivenes, acordes con las noticias de actividad e inflación y con los cambios en el apetito por riesgo de los agentes. En general, las condiciones financieras siguen mejorando para los soberanos, con menores costos de financiamiento para el sector corporativo y los gobiernos. Los premios soberanos han vuelto a los niveles previos a septiembre del 2008 y, dependiendo de la economía, a valores cercanos a los de comienzos del 2007. De todos modos, este comportamiento no se ha repetido en algunas economías, sobre las cuales existen dudas acerca de su gestión de política fiscal a futuro. Los flujos de inversión de cartera hacia economías emergentes siguen creciendo (gráfico I.3). Las tasas de interés de largo plazo de las economías emergentes han tenido comportamientos disímiles: mientras en Asia aumentan, en América Latina están estables y en Europa del Este siguen disminuyendo (gráfico I.4).

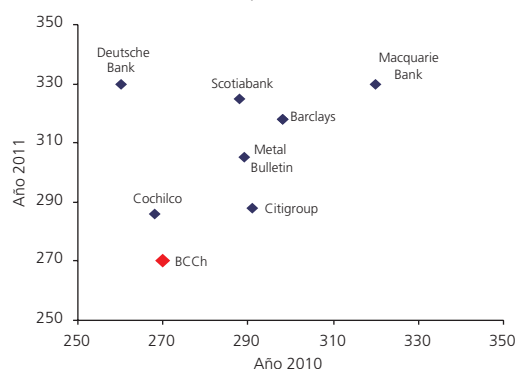
El dólar se ha depreciado frente a la generalidad de las monedas, incluso por sobre lo esperado por el mercado. Considerando la canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos, el dólar ha caído 14% desde su reciente máximo de comienzos de marzo del 2009 y algo menos de 3% desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre. Al comparar la trayectoria de las distintas monedas de una muestra de economías, se aprecian dos periodos bastante marcados. Primero, una depreciación a partir de septiembre del 2008, con magnitudes que llegaron hasta 65% y que duró hasta comienzos del 2009, dependiendo de la paridad. A partir de ahí, con vaivenes y diferencias de oportunidad, todas las monedas de la muestra se han apreciado, e incluso algunas deshicieron por completo la pérdida de valor previa hacia fines de noviembre de este año (tabla I.2).

## Precios de materias primas

Desde el último IPoM, los precios de las materias primas han aumentado, más marcadamente en el caso de los metales —que subían desde comienzos de año— y los productos agrícolas. Entre las razones para esto, hay problemas de oferta en el corto plazo, perspectivas de recuperación más rápida en

**Gráfico I.6**

Proyecciones para el precio del cobre (\*)  
(centavos de dólar la libra, promedio anual)



(\*) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres.

Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

**Gráfico I.7**

Precio de alimentos  
(índice 02/01/2006=100)



(\*) Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde a Red Soft Winter N°2 spot. Corresponde al índice elaborado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

**Tabla I.3**

Inflación mundial  
(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

|                | Prom. 1990-99 | Prom. 2000-07 | 2008 | 2009 (f) | 2010 (f) | 2011 (f) |
|----------------|---------------|---------------|------|----------|----------|----------|
| Estados Unidos | 3,0           | 2,8           | 3,8  | -0,3     | 1,8      | 1,9      |
| Zona Euro      | 2,3           | 2,2           | 3,3  | 0,3      | 1,0      | 1,5      |
| Japón          | 1,2           | -0,3          | 1,4  | -1,1     | -0,8     | -0,3     |
| China          | 7,8           | 1,7           | 5,9  | -0,7     | 2,5      | 2,9      |
| Australia      | 2,5           | 3,2           | 4,4  | 1,8      | 2,4      | 2,6      |
| Nueva Zelanda  | 2,1           | 2,6           | 4,0  | 2,3      | 2,1      | 2,1      |
| Argentina      | 253,7         | 8,9           | 8,6  | 6,1      | 7,4      | 8,2      |
| Brasil         | 854,8         | 7,3           | 5,7  | 4,9      | 4,2      | 4,7      |
| México         | 20,4          | 5,2           | 5,1  | 5,4      | 4,7      | 4,2      |
| IPE (*)        | 1,8           | 4,6           | 12,2 | -6,0     | 9,6      | 1,0      |
| IPL (*)        | 27,2          | 5,2           | 8,4  | -1,4     | 4,7      | 2,6      |

(\*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

ciertos mercados —especialmente Asia emergente— y el menor valor del dólar. Esto último se refleja en los precios de los productos básicos, los que, medidos en euros y yenes, no presentan un alza comparable; por el contrario, se mantienen más bien estables desde septiembre (gráfico I.5).

El precio del petróleo WTI subió hasta mediados de octubre, cuando llegó a valores del orden de US\$80 el barril, nivel en torno al que se mantuvo hasta comienzos de diciembre, cuando comenzó a caer, promediando valores del orden de US\$75 el barril en lo que va del mes, aunque con cifras en el margen cercanas a US\$70. Tomando como referencia los precios implícitos en los contratos futuros de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, en el escenario base el precio del petróleo promediará US\$80 y 86 el barril el 2010 y 2011, respectivamente. El precio del cobre volvió a superar US\$3,0 la libra. Para el bienio 2010-2011, el precio proyectado para el metal es de US\$2,70 en cada año. Estos precios están por debajo del promedio de las estimaciones de los bancos de inversión, que en el 2011 superan US\$3,0 la libra en su gran mayoría (gráfico I.6). Desde octubre el precio de varios alimentos (arroz, leche, maíz y trigo) ha vuelto a subir. Si bien aún no alcanzan los valores máximos del 2008, su trayectoria se debe seguir monitoreando por el impacto que en el pasado reciente tuvo este fenómeno sobre las inflaciones locales (gráfico I.7).

En el escenario base, los productos básicos tendrán, en promedio, precios mayores que los previstos en septiembre. Esto está en línea con los desplazamientos hacia la derecha de las distribuciones de las proyecciones de mercado de los precios de diversas materias primas. En todo caso, existen riesgos para la trayectoria de estos precios. Por un lado, puede que estas alzas efectivamente reflejen el hecho de que la recuperación mundial será más rápida e intensa que lo previsto y, por otro, que no responda a fundamentos reales y se deshaga con el pasar de los meses o semanas.

**Inflación mundial**

En la gran mayoría de las economías, los registros de inflación anual han caído a niveles muy bajos, con algunas de ellas incluso en terreno negativo. Las dudas respecto de la fortaleza de la recuperación mundial, así como del desempeño del mercado laboral y el consumo, hacen que persistan riesgos relevantes de que la inflación se mantenga baja más allá de lo deseable. Para el 2010, solo en Asia las proyecciones exhiben una tendencia creciente. En el agregado de las economías desarrolladas y en América Latina se mantienen. En Europa del Este disminuyen, porque se percibe como poco probable el cierre de las holguras de capacidad en algunas de estas economías (tabla I.3).

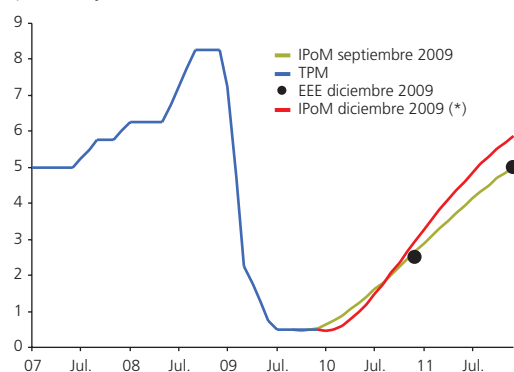
En el escenario base, se proyecta que los precios externos relevantes para Chile medidos en dólares (IPE) caerán este año algo menos que lo previsto en septiembre. Para el 2010, se considera que la depreciación internacional del dólar compensará las menores inflaciones locales, con lo que el IPE aumentará 9,6% anual. Hacia el 2011, el dólar se apreciará de modo que más que nivelará las mayores inflaciones locales, así el IPE subirá 1,0% anual, aumento por debajo del proyectado en el IPoM anterior.

## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

TPM y curva *forward*

(porcentaje)



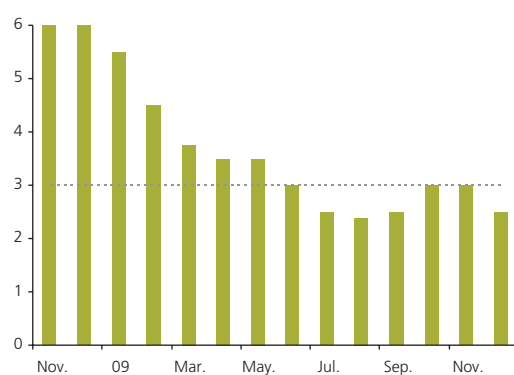
(\*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros promedio de las últimas 2 semanas al 15 de diciembre de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**

TPM esperada a diciembre del 2010 en la EEE

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria.

### Política monetaria

El desarrollo del escenario macroeconómico durante los últimos meses ha reafirmado la decisión del Consejo de mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado. El escenario base de este IPoM, en coherencia con ello, utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

La EEE de diciembre indica que la TPM se ubicará en 2,5% a fines del 2010, mientras que las expectativas que se deducen de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM ubican la TPM más cercana a 3% a ese mismo plazo (gráficos II.1 y II.2). Hacia fines del horizonte de proyección, esta diferencia se amplía.

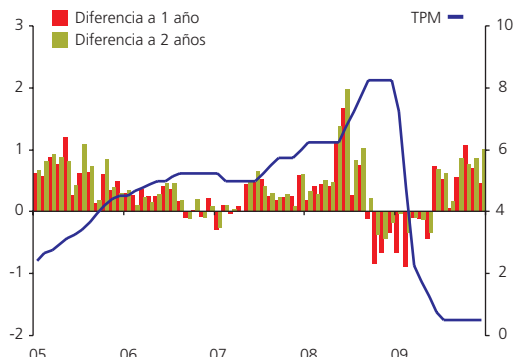
La diferencia entre la TPM esperada que se deduce de la curva *forward* y lo que se obtiene de las encuestas, no parece tan inusual si se compara con otros episodios en que se preveían incrementos de la TPM (gráfico II.3). Existen distintos factores que podrían explicar la brecha actual, principalmente relacionados con las primas por riesgo ante los cambios de tasas. Estas primas pueden ser mayores en la coyuntura actual, en que las expectativas de tasas van solo en una dirección, como durante el 2008. Las perspectivas de alzas de tasas se mezclan con las expectativas de emisión de deuda soberana para el 2010 y con la salida de inversionistas del mercado local ante la recuperación de los mercados externos, lo que afecta el precio de los bonos. Lo anterior hace estimar que el contenido informativo respecto de las expectativas para la TPM es hoy menor que el habitual.

En noviembre, el Consejo comunicó el calendario de retiro de las medidas complementarias de política monetaria que había adoptado en julio pasado. Así, decidió reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre de 2009 y continuar disminuyendo su plazo máximo en 30 días cada mes, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del próximo año. El uso de este instrumental de política se realizó en coherencia con el esquema de metas de inflación en que se basa la política monetaria y con la necesidad de reforzar la decisión de mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado (Recuadro Política Monetaria no Convencional).

**Gráfico II.3**

TPM y diferencias en expectativas a uno y dos años plazo (\*)

(porcentaje)



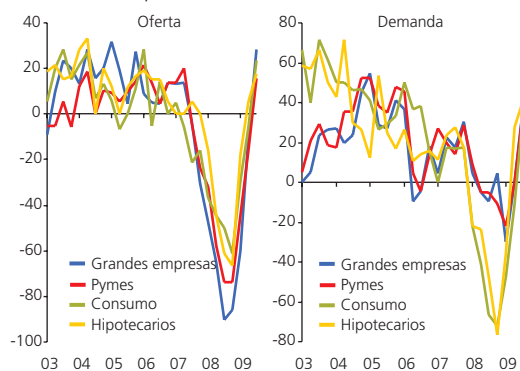
(\*) Las barras rojas y verdes corresponden a las diferencias entre la TPM que se deduce de la curva *forward* y la TPM esperada en la EEE a uno y dos años, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

Encuesta de Crédito Bancario (\*)

(balance de respuestas)



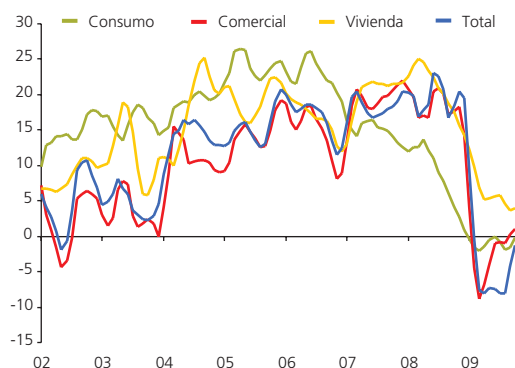
(\*) Promedio de respuestas por trimestre.

Fuente: Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

Colocaciones a empresas y personas

(variación anualizada del trimestre móvil de la serie nominal desestacionalizada, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Condiciones financieras**

En los últimos meses, las condiciones financieras que enfrentan hogares y empresas se han vuelto menos restrictivas. Los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre muestran que un mayor número de bancos considera que las condiciones de crédito se han flexibilizado respecto del trimestre anterior, al mismo tiempo que ha aumentado la demanda del público por financiamiento bancario (gráfico II.4). La mejora en la oferta de créditos se atribuye a una evaluación más favorable del riesgo de los clientes, a mejoras del entorno económico y sus perspectivas y de las condiciones de fondeo. La fuerte demanda por créditos de todos los segmentos obedecería a condiciones más atractivas de tasas, mejores escenarios de ingresos y/o empleo de los clientes y sustitución de financiamiento de otros bancos.

Las condiciones menos restrictivas de otorgamiento de créditos se reflejan en un leve crecimiento mes a mes del nivel de colocaciones totales a partir de agosto, en particular de los créditos a personas (gráfico II.5). En todo caso, las cifras en términos de variación anual siguen negativas.

El traspaso de las reducciones de la TPM a las tasas de interés aplicadas por los bancos es evidente. Los niveles actuales de las tasas son comparables a los mínimos del 2004 (tabla II.1). En todo caso, considerado el nivel de la TPM y las condiciones de riesgo en algunos segmentos, particularmente el de créditos de consumo, los *spreads* entre tasas de colocación y captación son aún altos y reflejan la percepción de riesgo crediticio por parte de las entidades prestadoras.

En noviembre, las colocaciones de bonos corporativos volvieron a mostrar aumentos comparables a los de comienzos de año. La emisión de estos instrumentos acumulada en el 2009 llegó a un nivel récord, muy por encima del máximo previo observado en el 2001. Con todo, el volumen colocado en el segundo semestre ha sido menor que el de la primera mitad del año, lo que podría indicar condiciones crediticias de la banca más flexibles, un aumento en la demanda por instrumentos financieros extranjeros por parte de los inversionistas institucionales y la reapertura de los mercados externos de financiamiento junto con *spreads* corporativos externos que se han ido contrayendo.

En el mercado bursátil, comparado con el cierre estadístico del IPoM de septiembre, el IPSA aumentó 5%. Medido en dólares, y habida cuenta de la apreciación del peso respecto del dólar, en este período, esta variación es del orden de 16%. En ese mismo lapso, el conjunto de bolsas latinoamericanas creció 24% y el agregado de bolsas mundiales 7%, ambas cifras medidas en dólares.

El M1 muestra por varios meses una alta tasa de crecimiento anual: 20% a noviembre. Este importante aumento es coherente con el fuerte impulso monetario. Los agregados M2 y M3 crecen 0,6 y 4,0% anual, respectivamente. La alta base de comparación de igual período del 2008 influye en este resultado, en particular por la constitución de depósitos a plazo que el Ministerio de Hacienda hizo en el último trimestre del año pasado, cuando se implementaron medidas para asegurar la provisión de liquidez en pesos y dólares para el sistema financiero chileno.

**Tabla II.1**

Movimientos de tasas de interés desde julio del 2008 (porcentaje)

|                         | Jul. 2008 (a) | Prom. oct.-dic. 2008 (b) | Ago. 2009 (c) | Actual (d) (1) | Dif. (c)-(a) (puntos base) | Dif. (c)-(b) (puntos base) | Dif. (c)-(d) (puntos base) |
|-------------------------|---------------|--------------------------|---------------|----------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| TPM                     | 7,25          | 8,25                     | 0,50          | 0,50           | -675                       | -775                       | 0                          |
| Tasas de colocación (2) |               |                          |               |                |                            |                            |                            |
| Consumo                 | 31,2          | 36,2                     | 24,6          | 27,3           | -398                       | -897                       | 268                        |
| Comercial               | 11,4          | 15,1                     | 6,0           | 5,2            | -618                       | -981                       | -74                        |
| Tasas de captación      |               |                          |               |                |                            |                            |                            |
| 30-89 días              | 6,8           | 8,4                      | 0,5           | 0,6            | -624                       | -784                       | 12                         |
| 90 días a 1 año         | 7,6           | 9,2                      | 0,7           | 1,4            | -612                       | -776                       | 72                         |
| 1 a 3 años              | 8,6           | 9,2                      | 1,4           | 2,9            | -576                       | -632                       | 144                        |
| Tasas de colocación (3) |               |                          |               |                |                            |                            |                            |
| Consumo entre           |               |                          |               |                |                            |                            |                            |
| 181 días y un año       | 37,7          | 40,4                     | 35,3          | 34,9           | -288                       | -552                       | -42                        |
| Consumo más de 3 años   | 30,0          | 35,9                     | 21,5          | 25,5           | -452                       | -1044                      | 393                        |
| Comerciales             |               |                          |               |                |                            |                            |                            |
| menor a 30 días         | 9,7           | 13,5                     | 4,9           | 3,1            | -658                       | -1043                      | -178                       |
| Comerciales entre       |               |                          |               |                |                            |                            |                            |
| 181 días y un año       | 13,0          | 14,5                     | 7,8           | 7,4            | -556                       | -709                       | -42                        |
| Vivienda                | 4,9           | 5,6                      | 4,6           | 4,3            | -59                        | -132                       | -28                        |

(1) Noviembre del 2009.

(2) Promedio ponderadas.

(3) Las tasas de interés de consumo y comerciales son en pesos. Las de los créditos de vivienda son reajustables en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.6**

Tipo de cambio nominal (índice 02/01/2006=100)

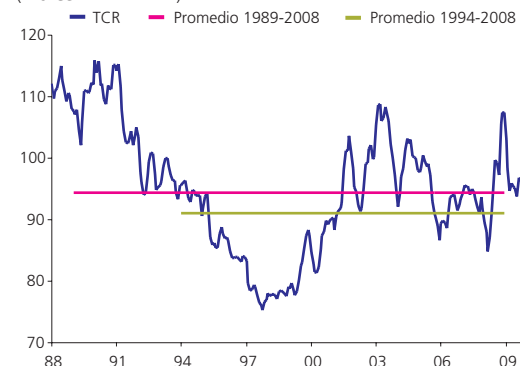


(\*) Línea gris indica fecha de cierre estadístico del IPoM de septiembre 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.7**

Tipo de cambio real (índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

## Tipo de cambio

El tipo de cambio nominal tuvo una trayectoria de depreciación entre fines de julio y comienzos de octubre, llegando la paridad peso/dólar a cotizarse en casi \$560. Tras ello, comenzó a apreciarse fuertemente, lo que se acentuó en los primeros quince días de noviembre. En las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio promedió algo menos de \$500 por dólar equivalente a una apreciación de 10% respecto del nivel vigente en el mismo lapso para el IPoM anterior.

La evolución de la paridad peso/dólar ha respondido en buena parte a un fenómeno global de depreciación de la moneda estadounidense. Índices como el TCM, TCM-5 y TCM-X muestran variaciones similares o algo menores en el mismo período. Incluso, comparando el nivel mínimo que alcanzaron el peso y otras monedas respecto del dólar entre fines del 2008 y comienzos del 2009, la apreciación actual es muy parecida entre ellas (gráfico II.6).

El peso chileno, si algo, parece haber tenido una depreciación más temprana que otras monedas y una apreciación más rezagada. Existen diversos factores que podrían explicar este hecho, entre los que destacan los de tipo financiero. Los cambios de portafolio de las administradoras de fondos de pensiones y las compras de dólares *forward* por parte de agentes no residentes podrían coincidir con las fluctuaciones de corto plazo del tipo de cambio (Recuadro II.1).

Con todo, considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se ubica en 91 (en su medida 1986=100). Este nivel del TCR es cerca de 6% inferior al que se verificó al cierre estadístico del IPoM de septiembre, lo que tiene un efecto importante sobre la trayectoria proyectada para la inflación en el horizonte de política (gráfico II.7). Como supuesto metodológico, se considera que el TCR es, en el largo plazo, similar a su nivel actual.



## Recuadro II.1: Evolución reciente de la paridad peso/dólar

La paridad peso/dólar ha tenido movimientos significativos en los últimos dos años. En el 2008, entre su punto más bajo y más alto, hubo una diferencia de 57%. Tras alcanzar su máximo en el último cuarto del 2008, el peso se apreció y su valor frente al dólar fluctuó en torno a los \$550 hacia el final del primer semestre del 2009. En los dos últimos meses, ha tenido una apreciación significativa, que lo ha llevado a niveles más cercanos a \$500 por dólar. Estos movimientos del peso se han reflejado en el descenso del tipo de cambio real (TCR). Este recuadro da cuenta de factores que podrían explicar la evolución más reciente de la paridad peso/dólar.

Los movimientos del peso a lo largo de un período prolongado no difieren sustantivamente de lo que se ha observado en otras monedas emergentes. Sí ha habido diferencias en los *timings* con que han ocurrido los cambios en la valoración del peso. Primero, tras el comienzo del período más crítico en los mercados financieros mundiales, el peso se depreció con mayor rapidez que otras monedas. El *peak* de su depreciación fue entre fines de octubre y comienzos de diciembre del 2008, mientras que para varias otras economías este *peak* se dio más hacia principios del 2009. Segundo, su período de apreciación reciente se observa con fuerza a partir de mediados de octubre pasado, en circunstancias que para otras monedas había comenzado en julio. Con todo, al cierre estadístico de este IPoM, la magnitud de la apreciación del peso respecto de su *peak* es similar a la de otras monedas emergentes (tabla I.2).

¿Qué factores idiosincrásicos pueden entonces explicar estas diferencias en el comportamiento del peso? Es posible plantear que su desacople respecto de los movimientos del grueso de las monedas emergentes coincidió con el establecimiento de las medidas complementarias de política monetaria, en particular la FLAP. A partir de mediados de julio se observó un fuerte aumento de las compras de dólares *forward* por parte de agentes externos (gráfico II.8). Este aumento de la posición *non-delivery forward* (NDF) puede atribuirse a un incremento de las posiciones en Brasil u otros mercados<sup>1/</sup>, posiblemente incentivado por las bajas tasas de interés en Chile. La posterior reversión de esta posición ha coincidido con el período de apreciación reciente del peso. Otro elemento relacionado es el incremento en la exposición de los inversionistas institucionales al dólar, ante la normalización de los mercados externos, que se hizo más evidente a partir de

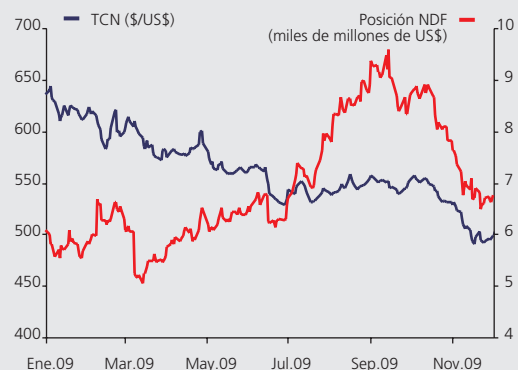
<sup>1/</sup> Esto corresponde a operaciones de *carry trade*, en la que los inversionistas se endeudan en economías con bajas tasas de interés para invertir los recursos en otras más rentables, generando presiones a la depreciación de la moneda en la primera economía y a la apreciación en la segunda.

comienzos de agosto (gráfico II.9). La información disponible indica, además, que esta exposición se habría reducido luego de iniciado el período de apreciación más fuerte del peso<sup>2/</sup>.

Con todo, la apreciación nominal y real del peso tiene efectos importantes sobre las perspectivas de inflación. El Consejo reitera que monitorea cuidadosamente las implicancias del nivel del TCR sobre la inflación y el cumplimiento de su objetivo de política monetaria.

### Gráfico II.8

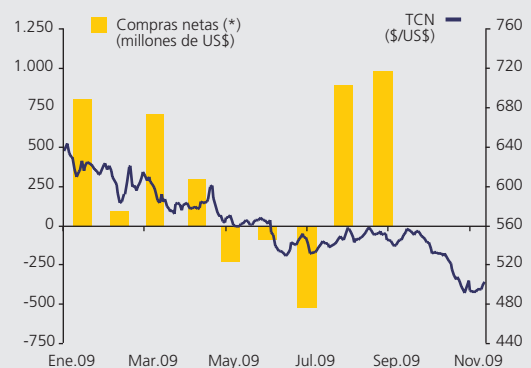
Tipo de cambio nominal y posición NDF



Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico II.9

Tipo de cambio nominal y compras netas de moneda extranjera de las AFP



(\* Calculado a partir de la diferencia entre las remesas netas de divisas y la cartera de derivados nacionales informadas por la Superintendencia de Pensiones.

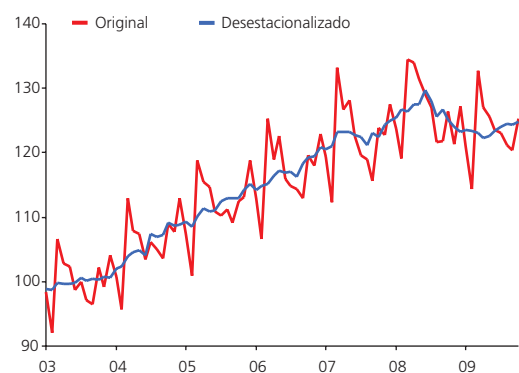
Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>2/</sup> Esta interpretación es coherente con la evidencia presentada por Selaive (2005) y Cowan et al. (2007).

# III. Demanda y actividad

**Gráfico III.1**

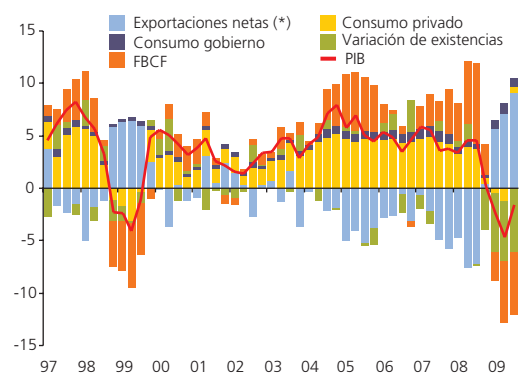
Indicador mensual de actividad económica  
(índice 2003=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.2**

Contribución al crecimiento anual del PIB  
(variación real anual, puntos porcentuales)



(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa, a partir de su evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la demanda y la actividad, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

## Demanda agregada

Tal como se previó en el IPoM de septiembre, el nivel de actividad económica comenzó a aumentar durante la segunda mitad del año. El PIB se expandió 1,1% trimestre a trimestre en el tercer cuarto del año<sup>1/</sup>. El Imacec de octubre, si bien siguió con una variación anual negativa, mostró un crecimiento de la actividad mes a mes (gráfico III.1). Varios indicadores parciales apuntan a que dicha recuperación se mantendrá en los meses siguientes. Esto, más la baja base de comparación del 2008, permite prever que, en el escenario base, no se repetirán las variaciones anuales negativas de la actividad. Sin embargo, la velocidad de recuperación del PIB en el tercer trimestre fue menor que la prevista, lo que llevó a que la brecha de capacidad no comenzara a cerrarse según lo esperado. En el escenario base se considera que se dará un progresivo, pero no completo cierre de la brecha de capacidad en el horizonte de proyección. A pesar de este escenario de corto plazo, persisten riesgos hacia el mediano plazo. El escenario de recuperación global puede ser más tenue que lo anticipado, pero en el corto plazo es factible que una reaccumulación de existencias más vigorosa dé lugar a incrementos de la actividad más rápidos que los previstos durante el primer semestre del 2010.

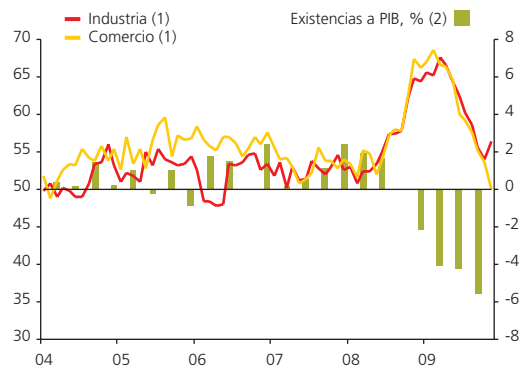
La demanda interna cayó 9,1% anual en el tercer trimestre, con una velocidad de expansión que, aunque cercana a cero, siguió siendo negativa trimestre a trimestre. La evolución de la demanda interna continúa muy determinada por la significativa desaccumulación de existencias y la caída de la formación bruta de capital fijo, particularmente de su componente maquinaria y equipo. El consumo privado, en cambio, comenzó a recuperarse (gráfico III.2). Como reflejo de la caída de la demanda interna, la mejora de la demanda externa y el aumento del precio del cobre, la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó un superávit de US\$574 millones en el tercer trimestre, equivalente a 0,5% del PIB en el año móvil terminado en dicho cuarto.

El ciclo económico global se ha seguido reflejando en el volumen de las exportaciones, que tuvo una caída del orden de 5% promedio anual en los tres primeros cuartos del 2009. En términos de valor, las exportaciones

<sup>1/</sup> De acuerdo con el calendario de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de noviembre se publicó la primera estimación del PIB del tercer trimestre del 2009 y nuevas estimaciones para el PIB del primer y segundo trimestres del 2009.

**Gráfico III.3**

Situación actual de inventarios



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado.

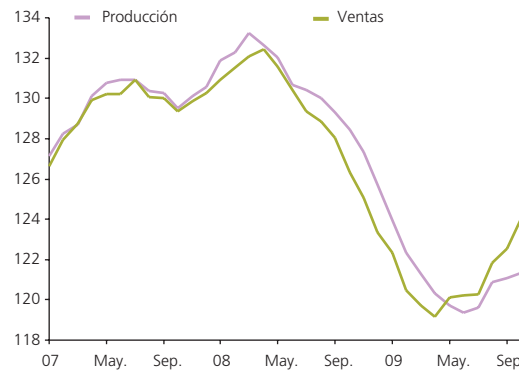
(2) Serie trimestral desestacionalizada.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**Gráfico III.4**

Producción y ventas físicas de la Industria (\*)

(índices 2002=100, promedio móvil trimestral)



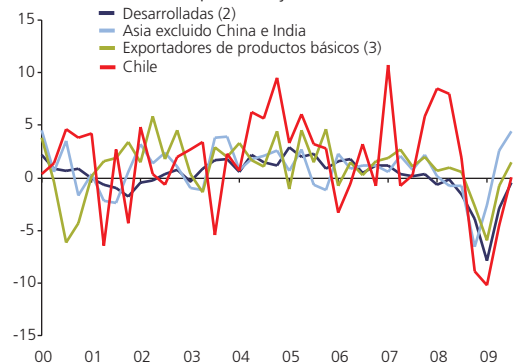
(\*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.5**

Formación bruta de capital fijo (1)

(variación trimestral, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

(2) Considera a Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Zona Euro.

(3) Considera a Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a CEIC data y Fondo Monetario Internacional.

retrocedieron cerca de 30% en ese lapso, influidas en gran medida por los envíos mineros. No obstante, este panorama ha ido cambiando en lo más reciente, ante los mejores precios de los metales y la recuperación de la producción del sector cuprífero. La variación anual del PIB de recursos naturales dejó de caer en el tercer trimestre, especialmente gracias a que la minería creció 1,3% anual, luego de siete trimestres consecutivos con caídas en doce meses. Pesca, en relación con el desempeño de los centros de cultivo de la salmonicultura, sigue afectada por los conocidos problemas sanitarios que enfrenta la industria y que al parecer seguirán impactándola en lo inmediato. Este factor ha tenido una incidencia importante en el PIB. La actividad de Electricidad, Gas y Agua completó cinco trimestres con variaciones anuales positivas, tras aumentar la proporción de uso de insumos más eficientes en la generación eléctrica.

El escenario base de este IPoM prevé que la economía chilena crecerá entre 4,5 y 5,5% el 2010, luego de caer 1,9% el 2009. En este escenario, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un superávit de 0,6% del PIB el 2010, valor menor que el previsto en septiembre. La recuperación de la actividad se fundamenta en la conjunción de un escenario externo que agregará impulso a la economía chilena y una demanda interna que se recuperará tras la caída de este año, apoyada en gran medida por una política monetaria que, más allá del aumento gradual que se prevé para la TPM, seguirá en una instancia expansiva durante gran parte del horizonte de política relevante.

**Demanda interna**

La evolución de la demanda interna ha estado determinada por el importante ajuste en las existencias y los bajos niveles de la formación bruta de capital fijo, un fenómeno que en general se ha dado en buena parte de las economías del orbe. En el año móvil terminado en el tercer trimestre se desaccumularon existencias por el equivalente a 4,0 puntos porcentuales del PIB a precios del 2003. Existen varios factores que pueden explicar el comportamiento de los inventarios, entre los que se cuenta la súbita caída en la demanda de cada firma, las condiciones financieras más restrictivas en el inicio de este ciclo y una posible sobreacumulación previa basada en perspectivas que resultaron demasiado promisorias para la demanda dada la crisis internacional<sup>2/</sup>. En lo inmediato, se espera que no se repitan caídas similares a las observadas en el último año. Indicadores parciales señalan que ya no existe una percepción de existencias por sobre lo deseado, lo que se aprecia en el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) y en la brecha entre el repunte de las ventas y la producción industrial (gráficos III.3 y III.4). Aunque la detención de la caída de inventarios por sí sola tendrá una incidencia positiva en el PIB, cuánto y cuándo este componente aportará al crecimiento de la actividad es aún incierto. Ello dependerá del nivel objetivo de existencias que las empresas deseen mantener en el proceso de recuperación cíclica. En todo caso, con gran probabilidad, este nivel será menor al que se estimaba antes de la crisis global.

El proceso más reciente de desacumulación de existencias ha coincidido con un repunte en la actividad industrial, lo que es visible en todas las ramas de la Industria, con particular fuerza en las ligadas a la inversión. Aunque las

<sup>2/</sup> Para mayores detalles sobre hipótesis que pueden explicar la desacumulación de existencias, ver IPoM septiembre 2009, Recuadro III.1, páginas 27 y 28.



### Gráfico III.6

Importaciones de bienes de capital  
(millones de dólares acumulados por trimestre, serie desestacionalizada)



Fuente: Banco Central de Chile.

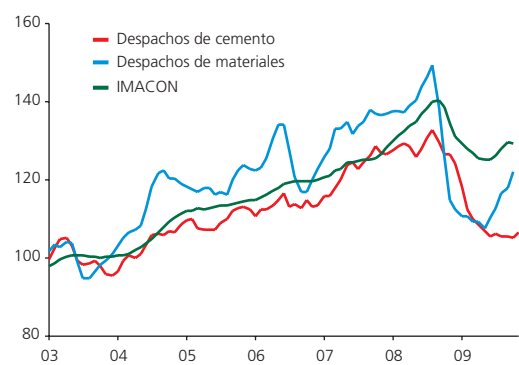
exportaciones industriales se han recuperado durante el año, los envíos de algunas ramas siguen débiles, como los salmones y los productos forestales ligados a la construcción y muebles.

En Chile, la magnitud del ajuste de la formación bruta de capital fijo se asemeja a la de algunas economías asiáticas, con caídas trimestrales cercanas a 10% entre fines del 2008 y comienzos del 2009 (gráfico III.5). Las importaciones de bienes de capital no muestran aún un repunte (gráfico III.6). Con ello, la tasa de inversión a PIB en términos reales disminuyó desde los máximos alcanzados a fines del año pasado, pasando desde casi 30 a 27% en el año móvil finalizado el tercer trimestre.

No obstante que en Chile la formación bruta de capital fijo siguió mostrando descensos anuales relevantes en el tercer trimestre, sus niveles desestacionalizados han dejado de caer y las perspectivas son favorables. La información del catastro de la Corporación de Bienes de Capital señala un nuevo aumento en los proyectos de inversión en el período 2009-2012, lo que es coherente con el incremento en los despachos de cemento y materiales para la construcción y con el Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (IMACON) (gráfico III.7). Cabe señalar que, varios proyectos previstos para este año fueron recalendarizados por retrasos de los cronogramas de ejecución y se han revisado a la baja las cifras históricas de actividad de la construcción.

### Gráfico III.7

Indicadores de la actividad de la construcción (\*)  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)



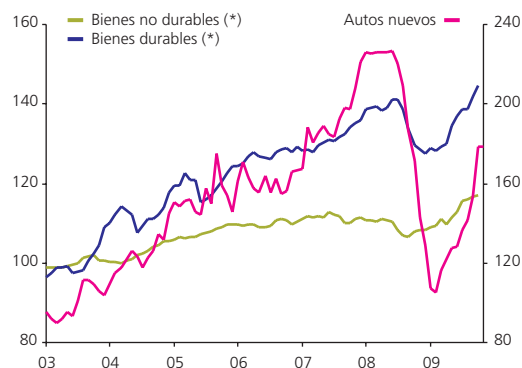
(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.

Por el lado de las viviendas, los niveles de ventas son más altos que a principios de la crisis. Las condiciones financieras también se han vuelto menos restrictivas, con tasas de créditos hipotecarios más bajas, una reducción de los requisitos para el otorgamiento de créditos y una mayor demanda de las personas, estos dos últimos antecedentes obtenidos de la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre. Cabe destacar que parte del impulso que ha mostrado la construcción de viviendas durante este año ha provenido de los planes de apoyo fiscal. Ello pone una nota de cautela respecto de la evolución de este subsector de la construcción hacia el 2010. En especial, por la menor actividad que puede darse en la medida que los programas de construcción de viviendas con subsidio público vuelvan a niveles más comparables con los de años previos.

### Gráfico III.8

Ventas del comercio minorista y de autos nuevos  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)



(\*) Ventidas en el trimestre móvil.

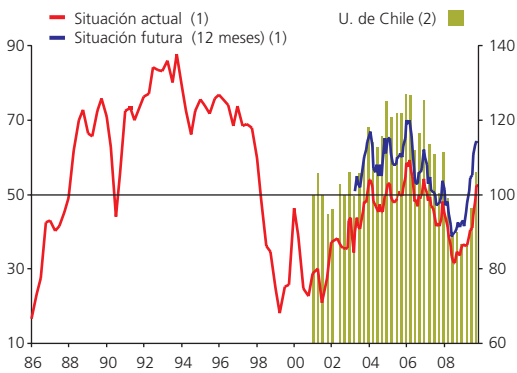
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.

El consumo ha sido uno de los componentes de la demanda menos golpeados en este ciclo. Al tercer trimestre, el nivel del consumo privado ya mostró un aumento, y los indicadores disponibles, así como la evolución de sus fundamentos, apuntan a que dicha trayectoria de expansión se mantendrá. Destaca el comercio minorista, con ventas de bienes de consumo habitual y durable que ya superan los niveles máximos del 2008. Las ventas de automóviles también registran una recuperación notoria y, aunque no alcanzan los máximos del 2008, se ubican en niveles similares a los de principios del 2007 (gráfico III.8). Las importaciones desestacionalizadas de bienes de consumo muestran una recuperación en los últimos meses. Así, aunque el comercio minorista (vinculado al consumo) crece a tasas relevantes, el mayorista (vinculado en gran parte a la inversión) aún muestra poco dinamismo.

Los determinantes del consumo permiten avizorar un crecimiento que continuará durante el 2010. Las expectativas de los consumidores han mejorado, destacándose las perspectivas de la situación en un año más, las que en los últimos meses han alcanzado valores no vistos desde la primera mitad del 2006. De igual modo, llama la atención que los consumidores estiman

**Gráfico III.9**

Índices de percepción de los consumidores



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente.

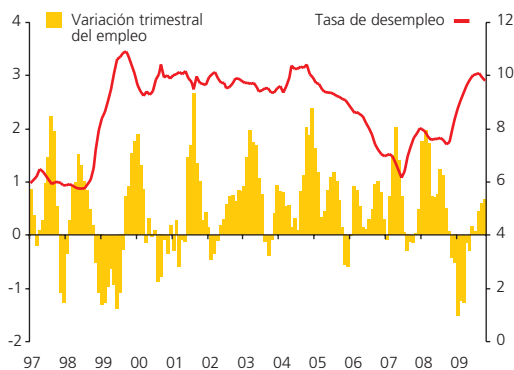
(2) Índice marzo 2001 = 100.

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

**Gráfico III.10**

Indicadores del mercado laboral (\*)

(porcentaje)



(\*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.11**

Masa salarial (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

que actualmente se está en un buen momento para comprar artículos para el hogar. El indicador de la Universidad de Chile también se ha recuperado de las caídas del 2008 (gráfico III.9). Las condiciones financieras también se han vuelto menos restrictivas, lo que ha favorecido, en parte por las menores tasas de interés, una caída en la carga financiera de los hogares y un aumento de las colocaciones de consumo en lo más reciente.

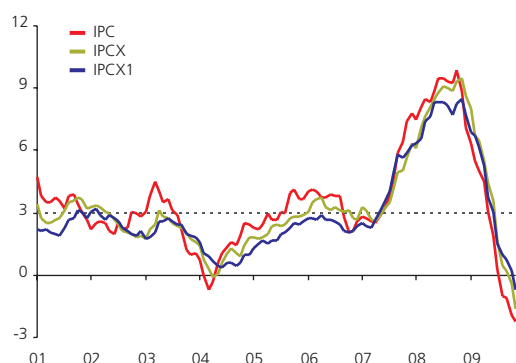
La evolución del mercado laboral también apoya las perspectivas para el consumo. Los datos de los últimos trimestres móviles señalan que se habría detenido el deterioro de este mercado. Descontada estacionalidad, la ocupación ha crecido desde el trimestre móvil finalizado en junio. La tasa de desempleo, aunque aumentó significativamente con la crisis, ya ha comenzado a descender (gráfico III.10). En lo más reciente, también se ha observado una mejora en la calidad de la ocupación, con una velocidad de creación del empleo asalariado que supera la del empleo total. Con todo, el empleo total aún no ha alcanzado los niveles perdidos entre fines del 2008 y comienzos del 2009, aunque dependiendo del sector y la categoría, hay algunos que ya lo hicieron. En todo caso, en este ciclo la caída del empleo —en términos desestacionalizados— se observó a lo largo de cinco meses consecutivos —entre noviembre del 2008 y marzo del 2009—, mientras que a fines de los noventa se prolongó por nueve meses. Además, el total de destrucción de empleos alcanzó a 123 mil puestos de trabajo en esta ocasión, que se comparan con 184 mil entre 1998 y 1999, gracias a la dinámica del empleo por cuenta propia. A la fecha, aunque con una composición distinta, ya se han recuperado 62 mil puestos de trabajo de los 123 mil mencionados. En cuanto a las perspectivas para el empleo que se extraen del IMCE, estas se encuentran en rangos optimistas en todos los sectores.

Otro factor que puede haber cooperado a que el consumo haya sido menos golpeado en este ciclo es la evolución del ingreso, tanto por el importante aumento que se observa en la masa salarial en los últimos meses, debido al incremento real de los salarios, como por los mejores términos de intercambio, dada la caída del precio del petróleo y de los alimentos en relación con lo observado en promedio durante el 2008 (gráfico III.11). Los términos de intercambio, sin efectos del precio del cobre, se estima que aumentarán 6% anual en el 2009.

# IV. Precios y costos

**Gráfico IV.1**

Inflación IPC, IPCX e IPCX1 (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

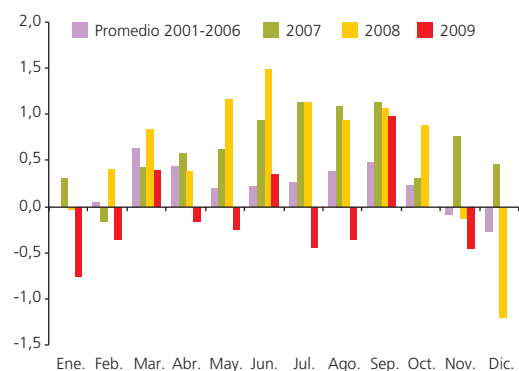
En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de inflación y costos, identificando las distintas fuentes de presiones inflacionarias en la coyuntura y su probable evolución futura.

## Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, la inflación del IPC y de las medidas subyacentes ha estado algo por debajo de las proyecciones contenidas en el IPoM de septiembre. La variación anual de los indicadores de inflación ha seguido disminuyendo, y a noviembre casi todos se encuentran en territorio negativo (tabla IV.1 y gráfico IV.1). Las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena son reducidas. En el escenario más probable, se anticipa que la inflación anual del IPC volverá a ser positiva en el curso del primer semestre del 2010, proyección que está sujeta a altos grados de incertidumbre, tanto por la evolución propia de sus determinantes como por los cambios metodológicos que el INE implementará a comienzos del próximo año.

**Gráfico IV.2**

Inflación mensual del IPC  
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Tabla IV.1**

Indicadores de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)

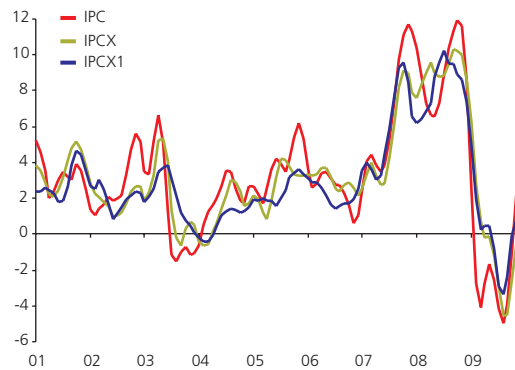
|           | IPC  | IPCX | IPCX1 | IPCX1 sin alimentos | IPC sin alimentos y energía | IPCT | IPCNT | IPCB | IPCS |
|-----------|------|------|-------|---------------------|-----------------------------|------|-------|------|------|
| 2008 Ene. | 7,5  | 6,3  | 6,3   | 3,3                 | 2,9                         | 8,2  | 6,8   | 9,2  | 5,8  |
| Feb.      | 8,1  | 7,2  | 6,6   | 3,4                 | 3,3                         | 7,6  | 8,4   | 9,1  | 7,1  |
| Mar.      | 8,5  | 7,8  | 7,4   | 3,9                 | 4,0                         | 7,2  | 9,6   | 9,4  | 7,7  |
| Abr.      | 8,3  | 8,2  | 7,7   | 3,6                 | 3,8                         | 5,6  | 10,7  | 8,4  | 8,3  |
| May.      | 8,9  | 8,5  | 8,3   | 4,3                 | 4,4                         | 6,6  | 11,0  | 9,4  | 8,4  |
| Jun.      | 9,5  | 8,8  | 8,3   | 4,5                 | 4,7                         | 7,6  | 11,1  | 10,2 | 8,8  |
| Jul.      | 9,5  | 9,2  | 8,4   | 5,0                 | 5,3                         | 8,2  | 10,7  | 9,8  | 9,2  |
| Ago.      | 9,3  | 9,1  | 8,2   | 5,2                 | 5,5                         | 9,1  | 9,6   | 9,4  | 9,3  |
| Sep.      | 9,2  | 8,9  | 7,8   | 5,1                 | 5,6                         | 9,6  | 9,1   | 9,3  | 9,3  |
| Oct.      | 9,9  | 9,4  | 8,3   | 5,9                 | 6,4                         | 10,1 | 9,8   | 10,1 | 9,7  |
| Nov.      | 8,9  | 9,5  | 8,5   | 6,2                 | 6,9                         | 7,2  | 10,6  | 8,1  | 9,9  |
| Dic.      | 7,1  | 8,6  | 7,8   | 5,3                 | 6,4                         | 3,8  | 10,4  | 5,7  | 9,5  |
| 2009 Ene. | 6,3  | 8,0  | 6,9   | 4,4                 | 5,8                         | 1,8  | 11,0  | 4,2  | 9,6  |
| Feb.      | 5,5  | 6,7  | 6,7   | 4,7                 | 5,2                         | 2,5  | 8,6   | 4,6  | 7,4  |
| Mar.      | 5,0  | 6,5  | 6,2   | 4,7                 | 5,2                         | 2,2  | 8,0   | 3,8  | 7,3  |
| Abr.      | 4,5  | 5,5  | 5,3   | 4,4                 | 4,8                         | 1,7  | 7,6   | 2,8  | 7,2  |
| May.      | 3,0  | 4,4  | 3,7   | 3,0                 | 3,5                         | -0,6 | 7,0   | 0,5  | 6,7  |
| Jun.      | 1,9  | 3,6  | 3,0   | 2,4                 | 2,8                         | -2,3 | 6,4   | -1,2 | 6,1  |
| Jul.      | 0,3  | 1,7  | 1,5   | 0,9                 | 1,4                         | -4,0 | 4,9   | -2,8 | 4,6  |
| Ago.      | -1,0 | 0,4  | 1,0   | 0,5                 | 0,8                         | -5,1 | 3,1   | -3,7 | 2,7  |
| Sep.      | -1,1 | 0,2  | 0,8   | 0,3                 | 0,3                         | -5,3 | 3,2   | -3,9 | 2,8  |
| Oct.      | -1,9 | -0,4 | 0,2   | -0,4                | -0,4                        | -6,0 | 2,2   | -5,0 | 2,2  |
| Nov.      | -2,3 | -1,6 | -0,7  | -1,2                | -1,6                        | -4,7 | 0,3   | -4,4 | 0,8  |

(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.3**

Velocidad de expansión de la inflación mensual (\*)  
(porcentaje)

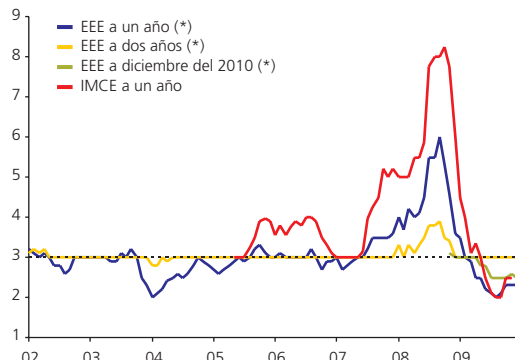


(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.4**

Expectativas de inflación  
(porcentaje)

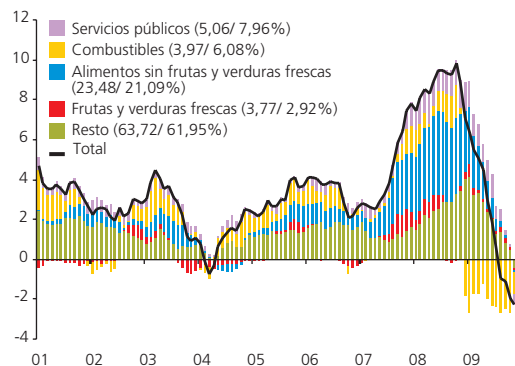


(\*) EEE: Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuentes: Banco Central de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

**Gráfico IV.5**

Incidencias en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Entre paréntesis participaciones en la canasta IPC diciembre 1998/2008.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La inflación anual del IPC ha seguido en niveles negativos y pasó de -1,0% en agosto a -2,3% en noviembre. Más allá de que, con excepción de septiembre, las inflaciones mes a mes fueron bajas e incluso negativas, la caída de la inflación anual se relacionó, en parte, con la alta base de comparación de iguales meses del 2008 (gráfico IV.2). De hecho, la velocidad de la inflación comenzó a volver a cero e incluso es positiva para algunos indicadores (gráfico IV.3).

Los vaivenes mensuales del IPC estuvieron determinados por el precio de los combustibles en pesos, los alimentos perecibles, así como por factores puntuales como el ajuste y la reliquidación de las tarifas eléctricas. Además, los cambios metodológicos que el INE introdujo en la medición del IPC a comienzos del 2009 han seguido teniendo efecto sobre las variaciones de la inflación mensual. En septiembre, por ejemplo, se verificó un incremento poco habitual de algunos precios de la canasta, debido a los ajustes por calidad que ahora se realizan en los precios del IPC. A esto se ha sumado la mayor incidencia que sigue observándose de los cambios en los precios del vestuario, dado que sus movimientos estacionales actualmente no se suavizan.

A partir de enero, el INE calculará el IPC sobre la base de una canasta de precios que serán medidos a nivel nacional y no solo en la Región Metropolitana, como hasta ahora. Aunque probablemente existen diferencias en el nivel de precios entre distintas ciudades, por factores como el valor de los bienes raíces, el costo de transporte o el grado de transabilidad de los bienes, no es evidente que las variaciones en los niveles de precios sean muy distintas. Con todo, el efecto o el signo de estos cambios en la medición de la inflación no es posible de anticipar.

**Expectativas de inflación**

Las expectativas de inflación del mercado se han mantenido en línea con la meta de inflación de 3% en el mediano plazo, no obstante las perspectivas de baja inflación en los meses siguientes. Al mismo tiempo, las expectativas a menor plazo señalan una trayectoria para la inflación similar a la considerada en el escenario base de este IPoM. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central de diciembre muestra que la inflación esperada para fines del 2010 se mantiene respecto de septiembre en 2,5% anual. A dos años plazo, se mantiene en 3% desde fines del 2008. Las expectativas de las empresas para la inflación a un año plazo, reportadas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), pasan de 2,0% en agosto a 2,5% en noviembre (gráfico IV.4). En tanto, en el Índice de Percepción de la Economía (IPEC), el porcentaje de personas que opinan que la inflación subirá “mucho” en los siguientes doce meses pasa de 39% en agosto a 34% en noviembre. Las compensaciones inflacionarias a distintos plazos, que se deducen de los precios de los activos financieros, continuaron con una alta volatilidad y mostraron un comportamiento mixto.

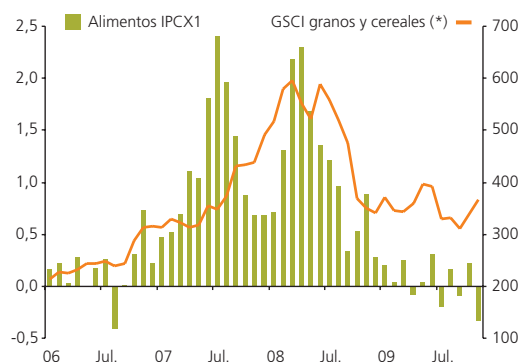
**Presiones de costos**

En cuanto a costos, las presiones inflacionarias importadas se han mantenido contenidas. Por una parte, destacan los aumentos de los precios de los productos básicos en los mercados mundiales, particularmente el petróleo, no obstante los precios de las importaciones de bienes de consumo siguen en niveles bajos. Por otra parte, el peso ha tenido una apreciación nominal y

**Gráfico IV.6**

Precio de alimentos

(variación mensual, porcentaje; índice 1997=100)



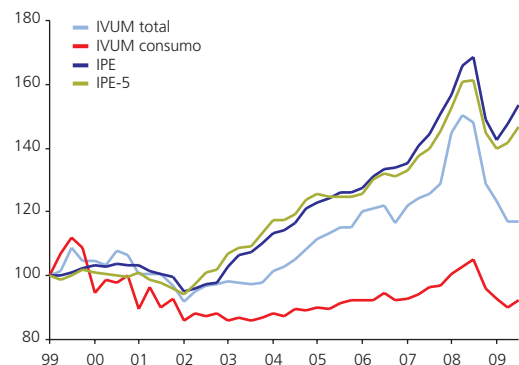
(\*) Corresponde al índice elaborado por Goldman Sachs.

Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.7**

Inflación externa (\*)

(índice 1999.I=100)



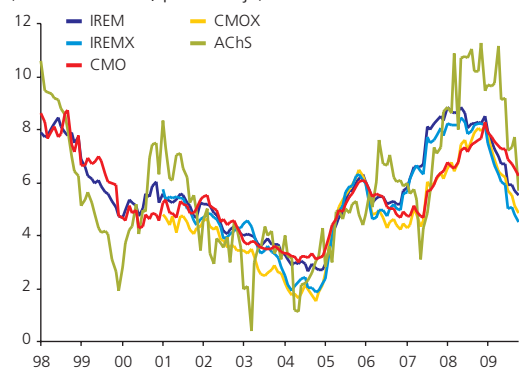
(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.8**

Salarios nominales (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

real importante en las últimas semanas, que ha contrapesado los mencionados incrementos. De hecho, desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre, el tipo de cambio se ha apreciado 10%. Considerando las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre, el tipo de cambio real (TCR) ha caído cerca de 6%. Esta fuerte apreciación real tiene un efecto importante sobre la trayectoria proyectada para la inflación en los próximos meses. El escenario base supone que el TCR se mantendrá en torno a sus valores actuales durante los próximos dos años.

En lo más específico, el precio del petróleo WTI ha fluctuado en torno a US\$75 el barril en las últimas dos semanas, con valores en el margen más cerca de US\$70 el barril. Considerando el promedio de los últimos diez días hábiles, el precio del petróleo WTI se ubica 6% por sobre el valor al cierre estadístico del IPoM anterior. El precio de la gasolina en el mercado internacional de referencia mostró incrementos similares. Sin embargo, llevados a pesos, los combustibles han caído del orden de 7% en igual lapso. Así, la contribución de los combustibles a la inflación anual se ha mantenido en terreno negativo (gráfico IV.5). El escenario base considera que hacia adelante los precios de los combustibles en pesos aumentarán, por los mayores precios internacionales que se anticipan y el alza del impuesto específico a la gasolina durante el primer trimestre del 2010.

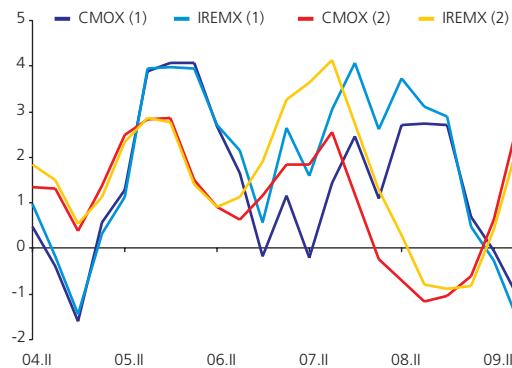
En cuanto a los alimentos, el incremento que se ha observado en algunos precios en los mercados internacionales, en particular de productos no perecibles, no muestra, por ahora, un correlato en la inflación local. De hecho, los cambios en los precios de los alimentos internos estuvieron mayormente determinados por los movimientos en el valor de los perecibles, en particular, por los cambios estacionales de algunas frutas y verduras frescas (gráfico IV.6). En todo caso, la experiencia reciente sobre la velocidad con que estos cambios de precios en el mercado externo pueden traspasarse al mercado interno, hace que la evolución de estos precios se deba seguir monitoreando con cuidado. El escenario base considera que los precios de los alimentos mostrarán incrementos superiores a los previstos anteriormente, dados los mayores precios externos. No obstante, este incremento será de baja magnitud.

En el tercer trimestre, los niveles de los precios de las importaciones chilenas medidos en dólares (IVUM) tanto total como de consumo dejaron de caer (gráfico IV.7). La inflación en dólares relevante para la economía chilena medida a través del Índice de Precios Externos (IPE), ha comenzando a recuperar parte de su caída previa. Así, pasó de -11,2 a -8,8% anual entre el segundo y el tercer trimestre del año. Con todo, en diversas economías la inflación anual permanece en niveles negativos.

El índice de precios al productor (IPP) —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales— se ha ido estabilizando, con variaciones mensuales positivas, principalmente por minería, y, en menor grado, por agricultura. En tanto, las variaciones anuales se sitúan en torno a 11% en los últimos meses. En los precios mayoristas, el IPM —que considera los precios de los bienes nacionales e importados— pasó de -5,8% anual en agosto a -11,8% en octubre, principalmente por industria. Las perspectivas de costo a tres meses que se extraen de los resultados de la encuesta a empresas IMCE, luego de aumentar por seis meses consecutivos, se moderaron en noviembre, coincidiendo con la apreciación del tipo de cambio.

**Gráfico IV.9**

Crecimiento de salarios reales  
(variación anual, porcentaje)

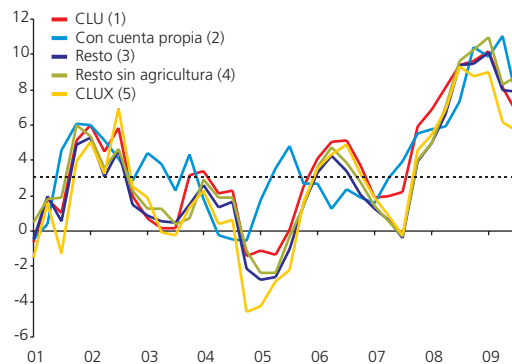


(1) Salarios calculados utilizando el deflactor del PIB a costos de factores resto. Para su definición, ver Glosario.  
(2) Salarios calculados utilizando como deflactor el IPC. Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.10**

Costo laboral unitario  
(variación anual, porcentaje)



(1) Considera CMO total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleo asalariado y PIB total.  
(2) Análogo a Total, reemplaza empleo asalariado por nacional.  
(3) Considera CMO resto, empleo asalariado resto, PIB resto (sin EGA, minería y pesca) y horas de trabajo asalariadas efectivas.  
(4) Análogo a Resto, excluyendo el sector agrícola en el empleo asalariado resto y en el PIB resto.  
(5) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Salarios**

Las presiones de costos provenientes del mercado laboral no muestran grandes cambios respecto de lo observado hace unos meses. La tasa de crecimiento anual de los salarios nominales ha seguido descendiendo, aunque a un ritmo mayor que en el trimestre previo, en respuesta a la caída de la inflación por la habitual indexación (gráfico IV.8). Los salarios reales han aumentado gracias a la reducción de la inflación del IPC. Aunque al medirlos utilizando los defladores del PIB excluido los sectores ligados a recursos naturales se aprecia un descenso (gráfico IV.9). En el escenario base se prevé que la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales seguirá reduciéndose, acorde con la evolución reciente y esperada de la inflación y las condiciones cíclicas que enfrenta el mercado laboral.

Los costos laborales unitarios (CLU) mantienen tasas de variación anual de entre 6 y 9% a septiembre de este año. Respecto del segundo trimestre, los CLU, CLUX y la categoría por cuenta propia continuaron disminuyendo su tasa de crecimiento. En tanto, descontados los sectores minería, EGA y pesca, y excluyendo agricultura, la tasa de variación anual fue similar, en concordancia con el efecto de la evolución del empleo y el producto sobre la productividad medida (gráfico IV.10).



# V. Escenarios para la inflación

**Tabla V.1**

Supuestos del escenario base internacional

|                                             | 2008  | 2009 (f) | 2010 (f) | 2011 (f) |
|---------------------------------------------|-------|----------|----------|----------|
| (variación anual, porcentaje)               |       |          |          |          |
| Términos de intercambio                     | -15,0 | 0,3      | 4,7      | -2,3     |
| PIB socios comerciales (*)                  | 2,9   | -0,8     | 3,6      | 3,8      |
| PIB mundial PPC (*)                         | 3,0   | -0,8     | 3,8      | 4,2      |
| PIB mundial a TC de mercado (*)             | 1,8   | -1,8     | 3,1      | 3,4      |
| Precios externos (en US\$)                  | 12,2  | -6,0     | 9,6      | 1,0      |
| (niveles)                                   |       |          |          |          |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)         | 316   | 230      | 270      | 270      |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril)       | 100   | 62       | 80       | 86       |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 739   | 472      | 607      | 641      |
| Libor US\$ (nominal, 90 días)               | 2,9   | 0,7      | 0,9      | 3,2      |

(\*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla V.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

|                                                   | 2007    | 2008    | 2009 (f) | 2010 (f)  |
|---------------------------------------------------|---------|---------|----------|-----------|
| (variación anual, porcentaje)                     |         |         |          |           |
| PIB                                               | 4,7     | 3,2     | -1,9     | 4,5 - 5,5 |
| Ingreso nacional                                  | 7,1     | 3,8     | -2,3     | 7,5       |
| Demanda interna                                   | 7,8     | 7,4     | -7,4     | 8,9       |
| Demanda interna<br>(sin variación de existencias) | 8,2     | 7,9     | -3,3     | 4,6       |
| Formación bruta de capital fijo                   | 12,0    | 19,5    | -16,1    | 8,2       |
| Consumo total                                     | 7,1     | 4,2     | 1,5      | 3,5       |
| Exportaciones de bienes y servicios               | 7,6     | 3,1     | -4,1     | 5,4       |
| Importaciones de bienes y servicios               | 14,9    | 12,9    | -15,7    | 14,3      |
| Cuenta corriente (% del PIB)                      | 4,4     | -2,0    | 2,1      | 0,6       |
| (millones de dólares)                             |         |         |          |           |
| Cuenta corriente                                  | 7.189   | -3.440  | 3.300    | 1.200     |
| Balanza comercial                                 | 23.635  | 8.846   | 13.100   | 13.000    |
| Exportaciones                                     | 67.666  | 66.455  | 52.600   | 60.900    |
| Importaciones                                     | -44.031 | -57.610 | -39.500  | -47.900   |
| Servicios                                         | -975    | -646    | -1.100   | -1.000    |
| Renta                                             | -18.595 | -14.563 | -11.300  | -13.700   |
| Transferencias corrientes                         | 3.123   | 2.924   | 2.600    | 2.900     |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 15 de diciembre de 2009. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

## Escenario base de proyección

### Escenario externo

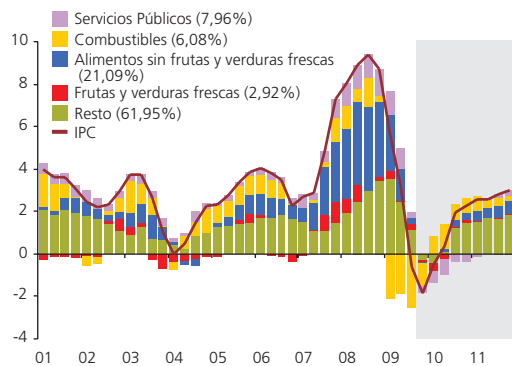
En el tercer trimestre, la economía mundial comenzó una fase de recuperación. Los indicadores del cuarto trimestre apuntan a que esta ha proseguido. La producción industrial repunta en varias economías, lo mismo que los indicadores de ventas de bienes durables. De acuerdo con el consenso, en el 2009 la caída de la actividad será menor que la prevista hace unos meses (tabla V.1). Para el 2010, las proyecciones se corrigen al alza en todas las regiones. Persisten las divergencias respecto del crecimiento de Estados Unidos, con una marcada bimodalidad. Para el 2011, el crecimiento promedio previsto para el mundo no cambia respecto de septiembre, aunque se prevé una expansión más lenta en Estados Unidos. Así, luego de caer 0,8% este año, el mundo crecerá 3,8 y 4,2% el 2010 y el 2011, respectivamente. Estas tasas son menores que las de los años previos a la crisis, reflejo, en parte, de las restricciones financieras en el mundo desarrollado y la caída del crecimiento tendencial que se evalúa ocurrió en diversas economías.

Los precios de los productos básicos han aumentado en los últimos meses. Una parte de ello se relaciona con las mejores perspectivas de crecimiento mundial, en especial en Asia emergente, y otra parte con la depreciación del dólar (gráfico I.5). En el escenario base, los precios proyectados para los productos básicos son mayores que en septiembre. El cobre promediará US\$2,70 la libra BML en el 2010 y 2011. El petróleo, considerados los futuros de las dos semanas previas al cierre estadístico, promediará US\$80 y 86 por barril WTI el 2010 y el 2011. Los términos de intercambio subirán 4,7% el 2010 y caerán 2,3% el 2011. El Índice de Precios Externos relevante para Chile (IPE), medido en dólares, aumentará 9,6 y 1,0% el 2010 y el 2011, respectivamente. En el bienio 2010-2011 la inflación importada, medida en pesos, será similar a la prevista en septiembre.

**Gráfico V.1**

Incidencias en la inflación anual del IPC

(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2009, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.

(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC de diciembre 2008. Previo a esa fecha, se construye con los ponderadores de la canasta de diciembre 1998.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Tabla V.3**

Inflación

(variación anual, porcentaje)

|                                       | 2008 | 2009 (f) | 2010 (f) | 2011 (f) |
|---------------------------------------|------|----------|----------|----------|
| Inflación IPC promedio                | 8,7  | 1,6      | 1,0      | 2,7      |
| Inflación IPC diciembre               | 7,1  | -1,4     | 2,5      |          |
| Inflación IPC en torno a 2 años (*)   |      |          |          | 3,0      |
| Inflación IPCX promedio               | 8,4  | 2,8      | 0,3      | 2,5      |
| Inflación IPCX diciembre              | 8,6  | -1,5     | 1,9      |          |
| Inflación IPCX en torno a 2 años (*)  |      |          |          | 3,0      |
| Inflación IPCX1 promedio              | 7,8  | 2,8      | 0,8      | 2,6      |
| Inflación IPCX1 diciembre             | 7,7  | -0,6     | 2,1      |          |
| Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*) |      |          |          | 3,0      |

(f) Proyección.

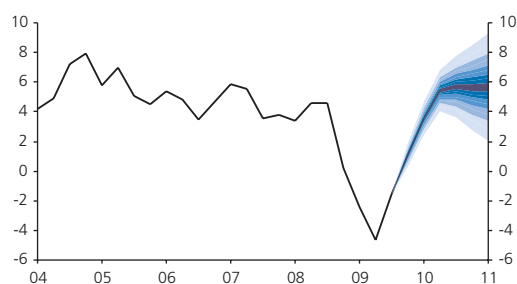
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.2**

Escenario de crecimiento del PIB trimestral (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Demanda agregada, actividad y cuentas externas

En el escenario base, la actividad y la demanda interna caerán 1,9 y 7,4% anual en el 2009, respectivamente (tabla V.2). Por el lado de la demanda, la desacumulación de existencias y la caída de la formación bruta de capital fijo determinan este resultado. Con todo, en el tercer trimestre la actividad ya comenzó a aumentar. Aunque a octubre la variación anual del Imacec siguió en niveles negativos, en cuatro de los últimos cinco meses se observó un aumento de la actividad mes a mes. Además, como subyace en el escenario base de este IPoM y en las expectativas privadas, en el cuarto trimestre del 2009 el PIB tendrá una variación anual positiva. Siguiendo el proceso de recuperación, para el 2010, el Consejo proyecta que el PIB crecerá entre 4,5 y 5,5% anual y la demanda interna se expandirá 8,9% anual. El mayor aporte a este resultado provendrá de la detención de la caída de existencias y del repunte de la formación bruta de capital fijo. La tasa de inversión a PIB, a precios del 2003, tendrá un pequeño aumento respecto del 2009. Estas proyecciones utilizan el escenario de política fiscal contenido en la Ley de Presupuestos.

El Consejo estima que en el bienio 2010-2011 el crecimiento tendencial se mantiene en un rango entre 4,0 y 4,5% anual. A mayor plazo, prevé que el crecimiento potencial se aproxima a 5% anual. Como ya se ha indicado, que el crecimiento de tendencia aumente depende, entre muchos factores, de una reducción de los costos energéticos, una recuperación del stock de capital y un incremento de la productividad (Recuadro V.1). En todo caso, el crecimiento previsto en el escenario base dará paso a un progresivo, pero no completo, cierre de la brecha de capacidad actual.

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerrará el 2009 con un superávit de 2,1% del PIB. Esta cifra es algo superior a la prevista en septiembre, por el efecto del mayor precio del cobre en el valor de las exportaciones y el saldo comercial. En el 2010, la cuenta corriente seguirá superavitaria, aunque el tamaño del excedente será menor que el previsto en septiembre: 0,6% del PIB. El mayor precio proyectado para los productos básicos importados, como el petróleo, determinan este cambio. Medido a precios de tendencia, el déficit de la cuenta corriente para el 2009-2010 estaría entre 2,5 y 3,0% del PIB<sup>1/</sup>.

## Inflación

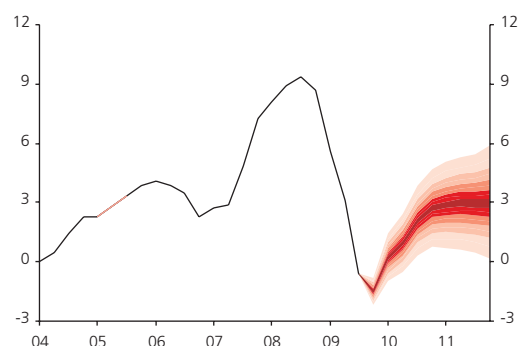
El Consejo estima que la inflación anual del IPC cerrará el 2009 en -1,4% y retornará a valores positivos en el curso del primer semestre del 2010 (gráfico V.1). Su llegada a 3% ocurrirá durante el 2011. Los indicadores subyacentes tendrán tasas de variación anual negativas por algunos meses más que el IPC, y también alcanzarán a 3% en el curso del 2011 (tabla V.3). Las medidas de expectativas de inflación del mercado consideran perspectivas similares, y se mantienen en torno a 3% hacia el mediano plazo. A partir de enero, el INE calculará el IPC sobre la base de una canasta de precios que serán medidos a nivel nacional y no solo en la Región Metropolitana, como hasta ahora. Aunque probablemente existen diferencias en el nivel de precios entre distintas ciudades, por factores como el valor de los bienes raíces, el costo de transporte o el grado de transabilidad de los bienes, no es evidente que las variaciones

<sup>1/</sup> Considera correcciones en precios y no en volúmenes. Los precios de largo plazo para el cobre y el petróleo son US\$2 la libra y US\$75 el barril, respectivamente. Ambos precios son idénticos a los supuestos en el IPoM de septiembre.



**Gráfico V.3**

Proyección inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)

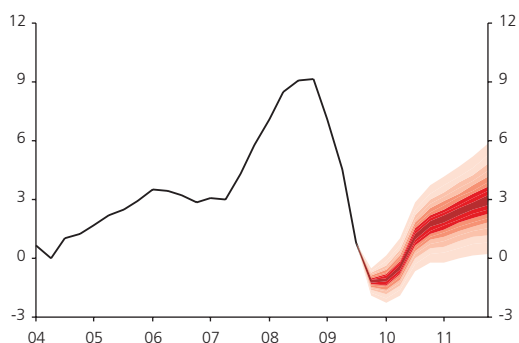


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.4**

Proyección inflación IPCX (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Además, considera que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

de los niveles de precios sean muy distintas. Con todo, el efecto o el signo de estos cambios en la medición de la inflación no es posible de anticipar.

Diversos factores determinan la convergencia de la inflación a la meta. El escenario externo seguirá agregando impulso a la actividad, con una recuperación de la confianza y condiciones financieras globales que continúan normalizándose gradualmente, lo que seguirá permitiendo un repunte de la demanda interna y externa. Internamente, la política monetaria seguirá siendo expansiva, lo que junto con la menor restrictividad de las condiciones financieras, apoya también esta proyección. Además de los ya mencionados supuestos respecto de las holguras de capacidad, la inflación externa y los precios de las materias primas, se agrega que el Consejo estima que el tipo de cambio real (TCR) está en un nivel coherente con sus fundamentos de largo plazo. Por ello, como supuesto metodológico, asume que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Asimismo, se considera que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con el estado cíclico de la economía y la dinámica de la inflación, y que la toma de decisiones de precios se basa en expectativas de inflación alineadas con la meta. Por último, se incorpora como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre del 2010, y que su ritmo de normalización será comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.1).

**Escenarios de riesgo**

El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al realizar estas proyecciones. Situaciones diferentes implicarán un escenario macroeconómico —y una trayectoria de política monetaria— también distinto. Evaluadas estas, el Consejo estima que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación están equilibrados (gráficos V.2, V.3 y V.4).

Un riesgo se refiere a las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica global. En lo principal, por la capacidad de crecimiento del consumo y la inversión en un contexto de fragilidad aún no resuelta en los mercados financieros desarrollados, una compleja situación del empleo en diversas economías y un proceso de desapalancamiento todavía en marcha. Cómo y cuándo serán retirados los estímulos monetarios, fiscales y financieros, y su efecto en el funcionamiento de los mercados financieros, también es un factor de preocupación. Otro riesgo son los desafíos para la gestión macroeconómica, ante la posibilidad de que persistan incrementos relevantes en los flujos de capitales hacia economías emergentes. También se mantiene latente la incertidumbre sobre los persistentes desbalances globales. Internamente, es posible que en el corto plazo el repunte de la actividad se dé a un ritmo mayor que el previsto gracias a una reposición más rápida de las existencias. Otro riesgo es la evolución reciente de las paridades y sus implicancias para el TCR. Aunque se estima que el TCR está dentro de los niveles que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo, el Consejo reitera que monitorea cuidadosamente las implicancias del nivel del TCR sobre la inflación y el cumplimiento de su objetivo de política monetaria.

El Consejo seguirá evaluando la probabilidad de estos riesgos y sus consecuencias en las perspectivas inflacionarias locales. Asimismo, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

## Recuadro V.1: Costo de la energía y productividad

En la última década la economía chilena ha enfrentado un complejo escenario energético. A fines de los noventa, una fuerte sequía obligó a aplicar restricciones al uso de la energía eléctrica industrial y residencial. A partir del 2003 se restringieron los envíos de gas natural desde Argentina, que llevaron a cortes totales del suministro industrial en reiteradas oportunidades. Finalmente, durante el 2007 y 2008, una nueva sequía afectó la generación hidroeléctrica, siendo necesario reemplazarla por energía térmica en momentos en que el precio del petróleo llegó a niveles récord.

Estos episodios han provocado una serie de efectos directos e indirectos sobre la actividad y la inflación. Por un lado, los problemas de abastecimiento hídrico provocaron fuertes caídas en el valor agregado de la generación eléctrica, por el uso de fuentes alternativas de mayor costo. En el 2007 la actividad del sector Electricidad, Gas y Agua cayó 29% anual, con una incidencia en el agregado del PIB de -0,8 puntos porcentuales. Por otro lado, están los efectos indirectos en el PIB, derivados de lo que ha sucedido, entre otros, con el sector industrial. Este se ha visto impactado, primero, por el corte de los envíos de gas desde Argentina, luego, por el costo de la reconversión de sus equipos a otras fuentes y, por último, por el fuerte incremento en los costos de la energía. A esto puede agregarse lo sucedido con la producción de metanol, dado el corte de gas argentino. Estimaciones realizadas a comienzos del 2007, apuntaban a que el mayor costo de la energía que debió afrontar la industria en el 2006 provocó un crecimiento menor entre 1,0 y 2,6 puntos porcentuales en el sector<sup>1/</sup>. La información disponible indica que este mayor costo ha redundado en una disminución de la intensidad de uso de la energía en la producción (gráfico V.5).

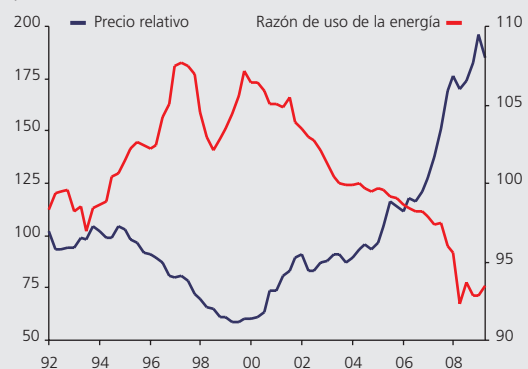
En cuanto a la inflación, los efectos del mayor costo de la energía han sido evidentes. Por un lado, en el 2007 y 2008 una parte significativa de su incremento respondió al aumento en el precio de los combustibles y las tarifas eléctricas (gráfico IV.5). También es probable que los *shocks* inflacionarios en los precios de los alimentos y los combustibles se propagaran con fuerza a otros precios, producto del efecto en la estructura de costos del mayor valor de la energía.

El mayor costo de la energía también ha tenido efectos sobre la productividad total de factores (PTF). En mayo del 2008, el Consejo estimó que dado el aumento en el valor de la energía y los supuestos sobre su evolución en el horizonte

de proyección, la PTF crecería a una tasa menor que la previamente implícita en el escenario base de proyección<sup>2/</sup>. Por ello, corrigió su estimación de crecimiento tendencial de la economía desde un valor en torno a 5% anual, a uno entre 4,5 y 5,0% anual. En septiembre pasado, el Consejo revisó esta estimación, considerando que el efecto de la caída en la inversión sobre el stock de capital, hacía que el crecimiento tendencial se ubicará entre 4,0 y 4,5% anual.

### Gráfico V.5

Energía: precio relativo y razón de uso  
(índice promedio 1989-2008=100)



Fuente: Echavarría *et al.* (2009).

Análisis reciente apunta a que el mayor costo de la energía podría haber afectado la medición del crecimiento tendencial. Echavarría *et al.* (2009) incorporan el consumo de energía en una función de producción agregada de la economía, que además considera una medida de horas trabajadas y una de stock de capital. Dependiendo de cuál sea la tasa de sustitución entre consumo de energía y los otros factores productivos, la medición de la PTF de la economía podría ser mayor a la considerada con el enfoque tradicional. Si se considera además el efecto que el costo de la energía pueda tener en el capital efectivo de la economía (al afectar la velocidad a la que este se deprecia), es posible estimar que el mayor costo de la energía podría haber implicado, en promedio, 0,3 puntos porcentuales de menor crecimiento tendencial en los últimos 3 a 4 años.

Estos resultados van en la línea con lo discutido en IPoM anteriores, en cuanto a que la desaceleración de la PTF medida durante esta década se explica en parte por menor consumo energético derivado de sus mayores costos. Por ello, es de esperar que, en la medida que dichos costos disminuyan, el crecimiento de tendencia sea mayor que lo hasta ahora estimado.

<sup>1/</sup> IPoM enero 2007, Recuadro IV.1: páginas 39 y 40.

<sup>2/</sup> IPoM mayo 2008, Recuadro VI.1: página 51.

## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| Supuestos del escenario base internacional                 | 8  |
| Crecimiento económico y cuenta corriente                   | 8  |
| Inflación                                                  | 9  |
| I.1: Crecimiento mundial                                   | 15 |
| I.2: Paridades respecto del dólar estadounidense           | 17 |
| I.3: Inflación mundial                                     | 18 |
| II.1: Movimientos de tasas de interés desde julio del 2008 | 21 |
| IV.1: Indicadores de inflación                             | 27 |
| V.1: Supuestos del escenario base internacional            | 31 |
| V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente              | 31 |
| V.3: Inflación                                             | 32 |

### Gráficos

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| Proyección de inflación IPC                                               | 10 |
| Proyección de inflación IPCX                                              | 10 |
| Tasas de interés de política monetaria                                    | 11 |
| Expectativas para la TPM                                                  | 11 |
| Activos líquidos del Balance del Banco Central con contrapartes bancarios | 12 |
| Pasivos del Balance del Banco Central de Chile                            | 12 |
| I.1: Variación de existencias trimestral                                  | 15 |
| I.2: TPM y curvas <i>forward</i>                                          | 16 |
| I.3: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes       | 16 |
| I.4: Tasas de interés de largo plazo en economías emergentes              | 17 |
| I.5: Precio de productos básicos en distintas monedas                     | 17 |

|         |                                                                        |    |
|---------|------------------------------------------------------------------------|----|
| I.6:    | Proyecciones para el precio del cobre                                  | 18 |
| I.7:    | Precio de alimentos                                                    | 18 |
| II.1:   | TPM y curva <i>forward</i>                                             | 19 |
| II.2:   | TPM esperada a diciembre del 2010 en la EEE                            | 19 |
| II.3:   | TPM y diferencias en expectativas a uno y dos años plazo               | 20 |
| II.4:   | Encuesta de Crédito Bancario                                           | 20 |
| II.5:   | Colocaciones a empresas y personas                                     | 20 |
| II.6:   | Tipo de cambio nominal                                                 | 21 |
| II.7:   | Tipo de cambio real                                                    | 21 |
| II.8:   | Tipo de cambio nominal y posición NDF                                  | 22 |
| II.9:   | Tipo de cambio nominal y compras netas de moneda extranjera de las AFP | 22 |
| III.1:  | Indicador mensual de actividad económica                               | 23 |
| III.2:  | Contribución al crecimiento anual del PIB                              | 23 |
| III.3:  | Situación actual de inventarios                                        | 24 |
| III.4:  | Producción y ventas físicas de la industria                            | 24 |
| III.5:  | Formación bruta de capital fijo                                        | 24 |
| III.6:  | Importaciones de bienes de capital                                     | 25 |
| III.7:  | Indicadores de la actividad de la construcción                         | 25 |
| III.8:  | Ventas del comercio minorista y de autos nuevos                        | 25 |
| III.9:  | Índices de percepción de los consumidores                              | 26 |
| III.10: | Indicadores del mercado laboral                                        | 26 |
| III.11: | Masa salarial                                                          | 26 |
| IV.1:   | Inflación IPC, IPCX e IPCX1                                            | 27 |
| IV.2:   | Inflación mensual del IPC                                              | 27 |
| IV.3:   | Velocidad de expansión de la inflación mensual                         | 28 |
| IV.4:   | Expectativas de inflación                                              | 28 |
| IV.5:   | Incidencias en la inflación anual de IPC                               | 28 |
| IV.6:   | Precios de alimentos                                                   | 29 |
| IV.7:   | Inflación externa                                                      | 29 |
| IV.8:   | Salarios nominales                                                     | 29 |
| IV.9:   | Crecimiento de salarios reales                                         | 30 |
| IV.10:  | Costo laboral unitario                                                 | 30 |
| V.1:    | Incidencias en la inflación anual del IPC                              | 32 |
| V.2:    | Escenarios de crecimiento del PIB trimestral                           | 32 |
| V.3:    | Proyección de inflación IPC                                            | 33 |
| V.4:    | Proyección de inflación IPCX                                           | 33 |
| V.5:    | Energía: precio relativo y razón de uso                                | 34 |

## Glosario

**América Latina:** Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

**CLUX:** CLU considerando solo empleo asalariado, y salarios y producto excluidos sectores asociados a recursos naturales.

**CMOX:** CMO excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2009). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2009-2011 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 2,4% para el trienio 2009-2011.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook.

**Crecimiento socios comerciales:** Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.

**Exportadores de productos básicos:** Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

**Government Bond Index –Emerging Markets (GBI-EM):** Índice de bonos de gobierno de economías emergentes denominados en moneda local. Elaborado por JP Morgan Chase.

**IPCBX:** Índice de precios de bienes que excluye combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 45,6% de la canasta total del IPC (en la canasta de diciembre 1998 era 51,2%).

**IPCSX:** Índice de precios de servicios que excluye servicios básicos y tarifas de metro y micro, permaneciendo 36,8% de la canasta total del IPC (en la canasta de diciembre 1998 era 35,5%).

**IPCX:** Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 91% de la canasta total (en la canasta de diciembre 1998 era 92%).

**IPCXI:** IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total (en la canasta de diciembre 1998 era 70%).

**IPE:** Índice de precios externos relevantes para Chile. Es calculado considerando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en dólares de los países considerados en el cálculo del TCM y su participación en el comercio con Chile, excluyendo petróleo y cobre.

**IPE-5:** IPE considerando los índices de precios de Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.

**IPL:** Índice de precios en moneda local de economías relevantes para Chile, implícito en el IPE. Es calculado utilizando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en moneda local de los países considerados en el cálculo del IPE y su participación en el comercio con Chile, excluyendo petróleo y cobre.

**IREM:** Índice de Remuneraciones. Corresponde a un promedio de la remuneración por hora pagada, ponderado por el número de horas ordinarias de trabajo.

**IREMEX:** IREM excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

**Masa salarial:** Se obtiene de multiplicar el índice de remuneraciones reales por hora de los asalariados, el empleo asalariado y las horas efectivas.

**PIB a costos de factores:** Corresponde al PIB total menos el IVA neto recaudado y derechos de importación.

**PIB resto:** Corresponde a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

**PIB RRNN:** Recursos naturales. Corresponde a los sectores EGA, minería y pesca.

**Precio de paridad de la gasolina:** Costo referencial de importación de gasolina, calculado a partir de cotizaciones de calidades similares a las vigentes en Chile, en los mercados relevantes (América, Europa y Asia). Incluye además, flete marítimo, tasa de seguro, arancel y otros.

**Resto de Asia:** Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.

**TCM:** Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2009: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, República de Corea, Suecia y Venezuela.

**TCM-X:** TCM que excluye el dólar estadounidense.

**TCM-5:** TCM considerando las monedas de: Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Zona Euro.

**TCR:** Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

**Velocidad de expansión:** Para el dato mensual, se estima como la variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada. Para el dato trimestral, se obtiene como la variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

## Abreviaciones

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**EEE:** Encuesta de expectativas económicas

**IPCB:** Índice de precios al consumidor de bienes

**IPCNT:** Índice de precios al consumidor de no transables

**IPCS:** Índice de precios al consumidor de servicios

**IPCT:** Índice de precios al consumidor de transables

**FLAP:** Facilidad de liquidez a plazo

**TPM:** Tasa de política monetaria

# Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2009. *Global Economics Weekly*. Diciembre.
- Comisión Chilena de Cobre. 2009a. *Informe Trimestral*. Noviembre.
- Comisión Chilena de Cobre. 2009b. *Encuesta Periódica del Mercado del Cobre*. Octubre.
- Consensus Forecasts 2009a. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Consensus Forecasts. 2009b. *Global Outlook: 2009-2019*. Octubre.
- Consensus Forecasts. 2009c. *Energy & Metals Consensus Forecasts*. Octubre.
- Cowan K., D. Rappoport y J. Selaive. 2007. “High Frequency Dynamics of the Exchange Rate in Chile”. *Documento de Trabajo N°433*. Banco Central de Chile. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2009a. *Global Economic Perspectives*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2009b. *Focus Europe*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2009c. *Emerging Markets Monthly*. Noviembre.
- Deutsche Bank. 2009d. *Dollar Bloc Weekly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2009e. *Asia Economics Monthly*. Noviembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2009. *World Economic Outlook*. Octubre.
- Echavarría G., J. García-Cicco y C. Soto. 2009. “Productividad Total de Factores, Costo de la Energía y PIB tendencial”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- JP Morgan Chase. 2009. *Global Data Watch*. Diciembre.
- Selaive J. 2005. “Actividad del Mercado Cambiario y Movimiento del Tipo de Cambio Nominal”. *Economía Chilena* 8(3): 75-83. Diciembre.



**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
DICIEMBRE 2009

ISSN: 0716-2219  
Edición de 1.800 ejemplares  
Santiago, Chile  
Agustinas 1180, Santiago, Chile  
Casilla Postal 967, Santiago, Chile  
Tel.: 56-2-670 2000  
Fax: 56-2-670 2231  
[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.





**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DICIEMBRE 2009**